

行业研究/深度研究

2020年08月04日

行业评级:

非银行金融 增持（维持）
证券Ⅱ 增持（维持）

沈娟 SAC No. S0570514040002
研究员 SFC No. BPN843
0755-23952763
shenjuan@htsc.com

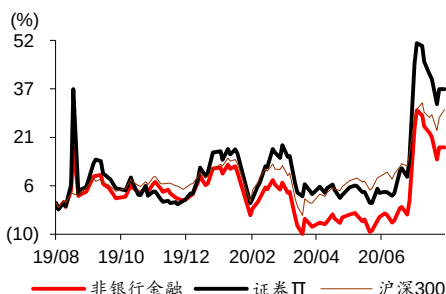
陶圣禹 SAC No. S0570518050002
研究员 021-28972217
taoshengyu@htsc.com

王可 SAC No. S0570119090008
联系人 021-38476725
wangke015604@htsc.com

相关研究

- 1《非银行金融/银行：行业周报（第三十一周）》2020.08
- 2《非银行金融/银行：资管新规延期，改革驱动强化》2020.08
- 3《非银行金融/银行：构建双循环体系，迎接证券化时代》2020.07

一年内行业走势图



资料来源：Wind

从管理模式革新看龙头券商崛起

证券行业新龙头系列八——管理模式研究

现代化专业管理模式铸就高阶发展内在基因

证券行业，变革中的行者。资本市场深化变革引导行业进入新一轮创新发展周期，需要以“经商”思维重塑专业比拼、协同发展的高阶业态。要实现质变跨越，需从顶层设计到落地实施的细致筹谋，而专业化经营的管理机制是运筹帷幄、决胜千里根源所在。2019年末以来监管层积极鼓励券商优化机制，2020年国泰君安率先推出股权激励计划，打响券商机制市场化改革发令枪。本文结合中外经验，追根溯源探析契合专业协同竞争新业态下的券商现代化管理机制，提出具有企业家精神、市场化激励、长期定力的经营管理层是券商管理模式的优秀实践。看好管理模式升级的优质券商。

因时而变，券商专业协同新周期呼唤机制革新

资本市场改革引导券商迈入专业竞争新周期，需要券商加快构筑领先的专业化实力和完善的业务协同体系，对券商商业模式重塑再造。成功转型呼唤从根源上强化专业协同的内在基因，以管理模式革新自上而下驱动业务模式升级。现代化管理模式呼唤实现所有权和经营权分离、探索由职业经理人组成专业经营领导层的管理模式、培育“企业家精神+市场化激励+长期定力”三大人才要素，为高阶发展深植协同发展、专业比拼的内在基因。

海外洞察，专业经营管理机制是海外主流管理模式

由职业经理人组成的专业经营管理层，已成为海外金融机构广泛采用的现代化经营管理模式。纵向看，海外优秀投行在通道红利削弱、金融创新加速的浪潮下，以管理模式变革为先导，设立专业经营管理层，为屡次涅槃植入核心基因。横向看，投行经营管理层由CEO领导，各家公司依据自身业务条线、区域分布等需求，以及外部环境变迁，在内部架构和职能划分上做出差异化安排。

掘金华夏，追寻国内机构管理模式转型先行者

放眼国内，当前部分优秀金融机构已率先实现管理模式升级转型，建立执行委员会、管理委员会等专业经营管理层模式，并积极探索通过股权激励或员工持股实现市场化激励。中国平安较早引进国际经验，最终形成“联席CEO+矩阵”创新机制，形成强大的人才组织能力和领先的薪酬激励机制，成为其规模快速增长的基石。招商银行坚持“董事会领导下的行长负责制”，三任行长在践行高效管理模式上一脉相承，坚定统一的战略发展方向，终究铸就了业内领先的零售特色银行。

谁与争锋，三大锦囊成就专业经营管理模式

专业经营管理模式效能充分发挥需匹配三大机制：以企业家精神为抓手，吸纳具有扎实专业素养的经营管理层，灵魂人物领导公司跨越腾飞；以市场化薪酬为激励，以多样化、长期化的薪酬体系吸引保留人才；以长期定力为保障，实现长远战略有效落地。看好管理模式升级的券商，可从经营管理层模式、领军人才、市场化激励、长期定力四大维度甄别龙头公司。

风险提示：市场波动风险，制度推进不如预期。

VISIT...

LANZAROTE
Caliente.COM

房中术(www.zuihaoziyuan.com)专注于男性增大增粗增长、阳痿、早泄

扫码免费领取资料



、壮阳、延时、强肾、回春、健身。女性缩阴、丰胸、减肥、化妆、瑜伽、保养、产后修复、盆底肌锻炼。两性健康,夫妻按摩,房中术,性姿势,性技巧,性知识等

扫码加微信lax988988领取资料



更多免费教程: 英语学习, 技能提升, PS 教学, 投资赚钱, 音乐教程, 口才教学, 情商提升, 风水教学, 心理学, 摄影知识, 幼儿教育, 书法学习, 记忆力提升等等.....

全站课程下载

课程不断增加

本站现资源容量已超 10T

入群联系 QQ: 167520299 或添加微信: 1131084518 (备注PDF)

阳痿早泄训练
皇室洗髓功视频教学
女人驻颜术
泡妞约炮万元课程
足疗养 SPA 教材
玉蛋功
马氏回春功
房中术张丰川
哲龙全套视频
增大盼你增大
国际男优训练
亚当德永早泄训练
洗髓功真人内部
皇室养生绝学道家洗髓功
【铁牛人会员课】男人必备技能, 理论讲解
实战高清视频
随意控制射精锻炼 视频+图片+文字
价值 1440 元第一性学名著<素女经房中养生
宝典视频>12 部
洗髓功修炼方法视频教学
陈见玉蛋功视频教学 女性缩阴锻炼
男性自然增大增长指南
强性健肾保健操 1-4
道家强肾系统锻炼功法
马氏回春功
12 堂课, 全面掌握男性健康问题 让你重燃自信
联系微信: 1131084518

1、东方性经
2、印度 17 式
3、口交技巧 3 部
4、港台性姿势 3 部
5、365 性姿势 6 部
6、泰国性爱密经 17 式
7、花花公子性技巧 6 部
8、阁楼艳星性技巧 7 部
9、古今鸳鸯秘谱全集 7 部
10、夫妻爱侣情趣瑜伽 2 部
11、古代宫廷性保健系列 14 部
12、汉唐宋元明清春宫图真人
13、柔软性爱宝典 日本 9800 课
14、李熙墨 3999 全套课
15、妖精性爱课 2888
16、李银河全套性课
17、领统统性课
18、德勇男性篇
19、德勇男性篇
20、缓慢性爱
21、亚当多体位搭配篇
22、亚当多体位结合篇
23、德勇克服早泄讲座练习
24、德勇以女性为中心得爱抚
25、加藤鹰接吻爱抚舌技
26、加藤鹰指技
27、加藤鹰四十八手入门
28、佐藤潮吹教学
29、佐藤男人体能锻炼+保健品介绍
30、佐藤男人早泄对抗训练
31、阿拉伯延时训练
32. 田渊正浩秘籍
33. 异性性快感集中训练教学
34. 自我愉悦锻炼密宗
35. 铁牛全套延时训练课
36. Pc 机锻炼真人视频教学
37. 印度性经全集 8 部
38. 21 世纪性爱指南
39. 香蕉大叔男女训练馆全套
40. 中美真人性治疗教学+理论
41. 女性闺房秘术
42. 幸福玛利亚性课
43. 陈见如何释放性魅力征服
44. 性爱技巧讲座全套
45. 性爱秘籍全套
46. 性爱误区讲座
47. 性病讲解大全
48. 性博士讲座合集
49. 性健康和性高潮合集
50. 性教育讲座合集
51. 性能力课堂合集
52. 性生活问题解析合集
53. 意外怀孕和避孕处理课堂
54. 性感地带探索
55. 性技巧讲座
56. 性健康与性卫生讲座
57. 性生活专家答疑
58. 性心理与性道德合集
59. 性爱宝典合集
60. 性爱技巧合集
61. 完美性爱演示
62. 完美性爱技术讲解
更多精品等你来解锁哦.....

正文目录

券商股权激励重启，打响机制改革发令枪.....	5
因时而变，券商专业协同新周期呼唤机制革新	7
新旧变革开启券商“经商”新时代.....	7
行业转型呼唤管理模式革新先行	7
机制：顺势而行探索所有权和经营权分离	8
模式：专业经营管理层模式实现协同最大化.....	8
要素：企业家精神+市场化激励+长期定力	10
海外洞察，专业管理机制是海外主流管理模式	11
纵向：追溯海外投资银行经营管理模式转型历程	11
摩根士丹利：行业变迁孕育管理委员会	11
高盛：模式几经更迭但专业经营管理层长存.....	12
横向：专业经营管理机制是海外金融机构主流管理模式	13
业务条线导向模式：以摩根士丹利为例	14
业务条线导向的联席 CEO 模式：以摩根大通为例	14
“业务条线+区域条线”双导向模式：以高盛为例	15
掘金华夏，追寻国内机构管理模式转型先行者	17
中国平安：“联席 CEO+矩阵”执委会成就一流金控集团	17
招商银行：董事会领导下的行长负责制铸造领先零售银行.....	20
中信证券：率先打造专业执行委员会引领公司跨越发展	22
谁与争锋，三大锦囊成就专业经营管理机制	25
以企业家精神为抓手.....	25
经营管理层需要扎实的专业素养	25
灵魂人物领导公司实现跨越腾飞.....	25
以市场化薪酬为激励.....	26
多样化对标保障薪酬市场化	26
长短期激励结合助可持续发展	27
以长期定力为保障	32
按图索骥：捕捉经营管理模式领先的龙头券商	33
风险提示	33

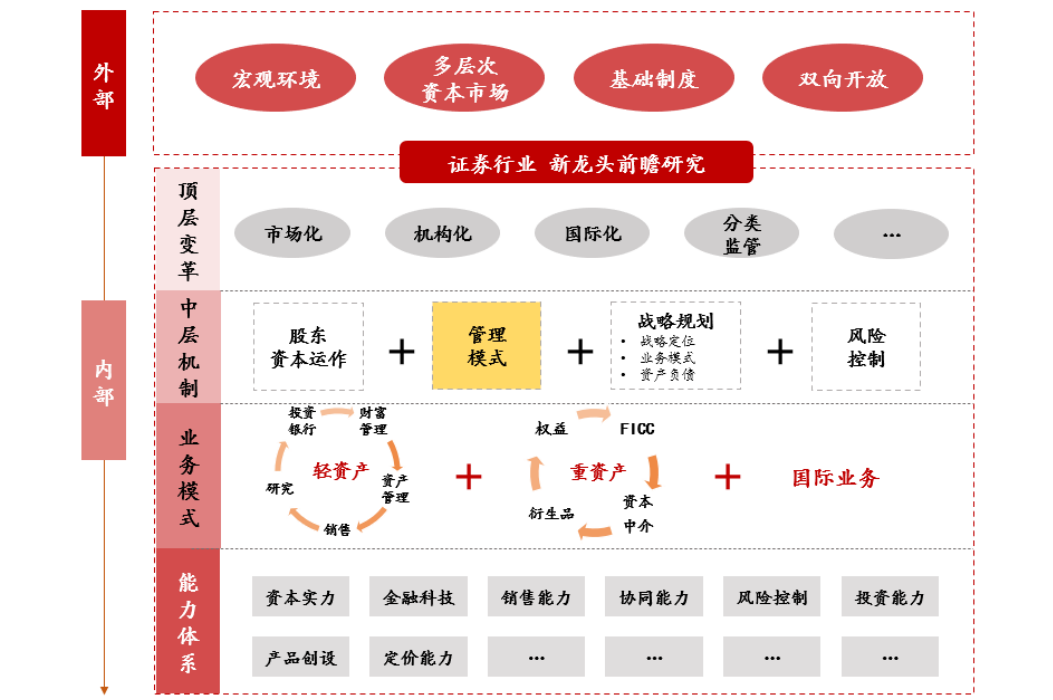
图表目录

图表 1： 证券行业前瞻研究图谱	4
图表 2： 全文逻辑框架图	4
图表 3： 券商市场化激励相关监管导向和实践	5
图表 4： 激励对象的限制性股票分配情况.....	6
图表 5： 公司层面各考核指标目标	6
图表 6： 券商新周期转型逻辑图	7

图表 7: 传统“以部门中心化为特征的分割模式”和“以职业经理人组成专业经营管理层模式”的比较分析.....	9
图表 8: 以客户为导向的证券公司组织架构.....	9
图表 9: 高盛管理委员会模式变迁历程.....	12
图表 10: 海外头部金融机构专业经营管理层设置情况.....	13
图表 11: 海外市场现代化金融机构组织架构的一般模式.....	13
图表 12: 摩根士丹利业务组群导向的专业经营管理层模式.....	14
图表 13: 摩根大通以业务条线为导向的联席 CEO 模式.....	15
图表 14: 2008 年金融危机后摩根大通运营委员会内部架构变迁: 随业务条线变动灵活调整.....	15
图表 15: 高盛集团以业务组群领导与区域组群领导结合的专业经营管理层模式.....	16
图表 16: 高盛境外收入和利润占比基本在 30%-50% 区间.....	16
图表 17: 摩根士丹利境外收入占比基本在 20%-30% 区间.....	16
图表 18: 2020 年 7 月 1 日中国平安执行委员会架构.....	17
图表 19: 中国平安员工激励三大主要计划.....	18
图表 20: 中国平安三大员工激励计划实施概况.....	19
图表 21: 2004 vs 2018 保险行业总资产对比.....	19
图表 22: 2004 vs 2018 中国平安总资产对比.....	19
图表 23: 2004 vs 2019 保险行业保费收入对比.....	20
图表 24: 2004 vs 2019 中国平安保费收入对比.....	20
图表 25: 招商银行组织架构图.....	20
图表 26: 2013-2019 年招商银行执行委员会成员平均薪酬 (单位: 万元).....	21
图表 27: 1999 vs 2019 金融机构贷款规模对比.....	22
图表 28: 1999 vs 2019 招商银行贷款规模对比.....	22
图表 29: 1999 vs 2019 金融机构存款规模对比.....	22
图表 30: 1999 vs 2019 招商银行存款规模对比.....	22
图表 31: 2010-2019 年中信证券执行委员会成员平均薪酬 (单位: 万元).....	23
图表 32: 前十大券商 2019 年核心指标排序.....	24
图表 33: 2019 代理买卖证券款中机构客户占比.....	24
图表 34: 2019 融出资金中机构客户占比.....	24
图表 35: 核心专业经营管理层成员 2019 年薪酬.....	26
图表 36: 2019 年摩根大通高管薪酬市场对标的公司.....	27
图表 37: 海外投资银行专业经营管理层高管薪酬结构.....	27
图表 38: 2019 年海外投行基本薪酬及奖金激励.....	28
图表 39: 股权激励主要模式.....	29
图表 40: 海外头部金融机构专业经营管理层薪酬结构.....	29
图表 41: 2019 年摩根大通核心高管薪酬构成.....	30
图表 42: 2019 年高盛核心高管薪酬构成.....	31
图表 43: 2019 年摩根士丹利核心高管薪酬构成.....	31
图表 44: 海外投行/银行执委会高管平均任期时长.....	32

证券行业，变革中的行者。行业伴随中国经济快速崛起和资本市场建设完善，历经从“坐商”到“行商”、再到“做商”的历史演变。当前宏观产业结构高质量升级亟需资本市场完善投融资功能，资本市场深化变革倒逼行业迈入转型新周期，以“经商”思维重塑专业比拼、协同发展的高阶业态。变革从量变到质变的历史跨越，需要从顶层设计到落地实施的细致筹谋，而专业化经营的管理机制是运筹帷幄、决胜千里的根源所在。2019 年末以来监管层多维度鼓励券商优化机制，国泰君安率先推出股票激励计划，标志券商股权激励沉寂多年后再次破冰，释放头部券商向现代化管理机制转型的信号。我们认为，券商现代化管理机制变革是行业新一轮创新发展周期的核心步骤，也是长期助力券商领跑赛道的关键。本文结合中外经验，追根溯源探析新业态下证券公司现代化管理模式，提出具有企业家精神、市场化激励、长期定力的经营管理层是券商管理模式的优秀实践。

图表1：证券行业前瞻研究图谱



资料来源：华泰证券研究所

图表2：全文逻辑框架图



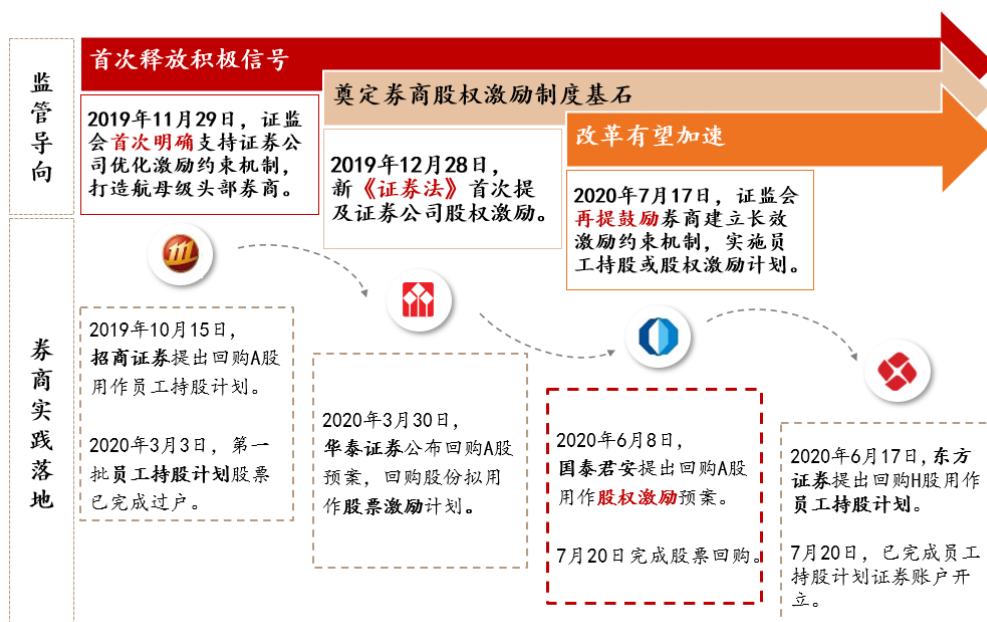
资料来源：华泰证券研究所

券商股权激励重启，打响机制改革发令枪

监管层自上而下鼓励券商优化市场化激励机制。2019 年末以来，监管层持续释放积极信号，引导券商优化激励机制。2019 年 11 月 29 日，证监会提出将打造航母级头部券商，并明确六大举措支持券商做优、做强、做大。其中，监管层首次明确支持证券公司优化激励约束机制，鼓励券商实施员工持股计划或股权激励计划，完善人才引进的配套措施与保障。2019 年 12 月 28 日，新《证券法》首次提及证券公司股权激励，奠定证券公司激励机制优化的制度基石。2020 年 7 月 17 日，证监会发布文件鼓励证券公司建立长效激励约束机制，实施员工持股或股权激励计划，监管层再次表态有望推动券商激励机制优化加速。

优质头部券商顺应监管层政策引导和行业发展趋势，积极探索优化市场化激励机制。其中，2020 年 6 月 7 日国泰君安推出股权激励计划，标志金融企业股权激励沉寂多年后再次破冰，打响金融企业激励市场化改革的发令枪。此次激励计划是继证监会支持通过优化激励机制打造航母级券商，以及新《证券法》奠定券商股权激励实施制度基石后，证券公司探索实践落地的关键一步，打破过去受监管政策、制度限制下行业激励机制有限的局面，引导行业机制优化。

图表3：券商市场化激励相关监管导向和实践



资料来源：证监会，公司公告，华泰证券研究所

我们认为，国泰君安股权激励计划不仅标志市场化激励破冰，还在授予价格、考核标准上充分遵循市场化原则，为未来金融企业激励设置提供优秀蓝本：

股权激励授予价格折扣大+授予数量可观，激励效用显著。国泰君安拟向激励对象授予不超过 8900 万股限制性股票，占总股本比例 1%，首次授予不超过 8,159.3 万股，预留授予不超过 740.7 万股。股票授予价格折扣接近五折，且突破授予价格不低于每股净资产的要求，激励效用显著。激励对象为公司执行董事、高级管理人员以及其他核心骨干人员，共计 451 人。其中，副董事长获授限制性股票 72.2 万股，四位副总裁获授 65 万股，董事会秘书、合规总监和财务总监获授 59.5 万股。

图表4：激励对象的限制性股票分配情况

姓名	职务	获授限制性	占授予限制性	占目前总股本的比例
		股票数量（万股）	股票总量比例（%）	（%）
王松	副董事长、执行董事、总裁	72.2	0.81	0.0081
朱健	副总裁	65.0	0.73	0.0073
蒋忆明	副总裁	65.0	0.73	0.0073
陈煜涛	副总裁	65.0	0.73	0.0073
龚德雄	副总裁	65.0	0.73	0.0073
喻健	执行董事、董事会秘书	59.5	0.67	0.0067
张志红	合规总监	59.5	0.67	0.0067
谢乐斌	财务总监、首席风险官	59.5	0.67	0.0067
其他核心骨干（共 443 人）		7,648.6	85.94	0.86
预留股份		740.7	8.32	0.08
合计		8,900.0	100.00	1.00

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

限售期设置+明确考核指标，激活管理层主观能动性。国泰君安明确设置限售期，激励股票分三次解除限售（24 个月、36 个月、48 个月）。并且，公司对限制性股票解除限售设定多样化考核条件，分年度对公司业绩指标、单位（部门）业绩指标和个人绩效指标进行考核。其中，公司业绩层面指标包括归母净利润排名（权重 50%）、加权 ROE 排名（权重 40%）、金融科技创新投入（权重 10%）、综合风控指标（门槛指标）。考核指标设计重排名、轻绝对收益，充分匹配证券行业业绩高波动的特征，重视公司地位提升；同时率先将金融科技创新投入纳入高管考核标准，凸显科技对证券行业高阶发展的重要作用，也彰显出公司对进行高阶转型而不是低阶抢占市场的前瞻布局；此外，公司将综合风控指标设置为门槛指标，坚定遵循监管引导的各项业务发展需要以风控强化为前提，风控更为有效、业务更加均衡的优质券商，有望实现全业务链综合发展。

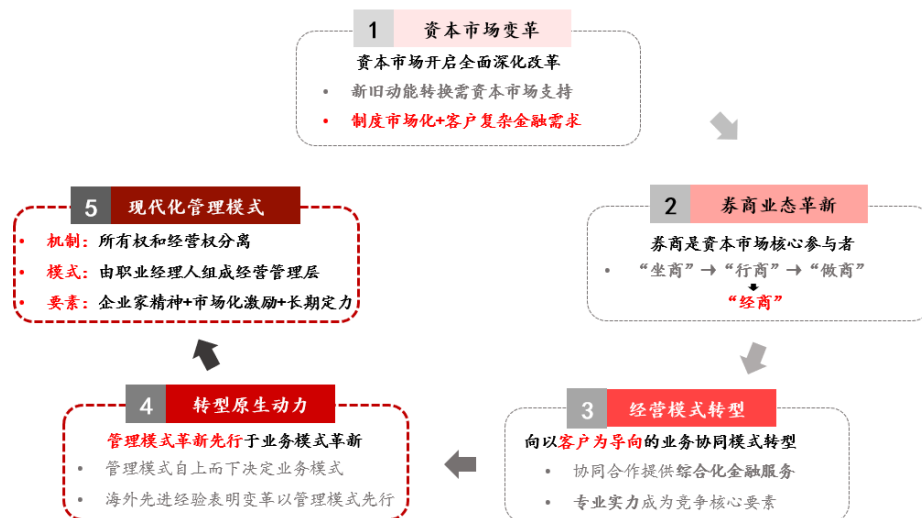
图表5：公司层面各考核指标目标

考核指标	解除限售条件		
	第一批	第二批	第三批
归母净利润	2021 年在对标公司中排名不低于第四名	2022 年在对标公司中排名不低于第三名	2023 年在对标公司中排名不低于第三名
加权平均净资产收益率	2021 年在对标公司中排名相较于 2019 年提升一位	2022 年在对标公司中排名相较于 2019 年提升二位	2023 年在对标公司中排名相较于 2019 年提升二位
金融科技创新投入	2021 年不低于 6.05%	2022 年不低于 6.10%	2023 年不低于 6.15%
综合风控指标	门槛值：证券公司分类结果达到 A 类 A 级或以上且未发生重大违法违规事件		

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

因时而变，券商专业协同新周期呼唤机制革新

图表6：券商新周期转型逻辑图



资料来源：华泰证券研究所

新旧变革开启券商“经商”新时代

宏观经济和资本市场激荡变革，倒逼券商历经从“坐商—>行商—>做商”的历史演变，当前资本市场深化改革将引导券商迈入专业竞争、协同发展的“经商”新时代。证券行业是资本市场核心参与者，行业在中国经济快速崛起和资本市场建设完善的大环境下已经经历从坐商到行商、从行商向做商的发展演变，逐渐形成以业务为导向的经营模式。当前，宏观经济进入新旧动能转换关键时期，顶层定调金融供给侧改革，资本市场战略地位前所未有，同时也正式迎来基础制度深化变革大时代。券商传统“以业务为导向、依赖牌照红利”的分割经营模式无法适应客户日益复杂的综合金融服务需求，需要重塑“以客户导向、注重专业实力”的协同发展模式，实现客户收入和满意度最大化。新商业模式需要券商加快构筑领先的专业化实力和完善的业务协同体系，以“经商”化思维培育覆盖客户全生命周期服务。

行业转型呼唤管理模式革新先行

打造专业实力、培育以客户导向的协同发展模式，要求对券商商业模式重塑再造，成功转型呼唤从根源上强化专业协同的内在基因，以管理模式革新自上而下驱动业务模式升级。管理模式作为公司经营管理的内核，自上而下对公司的业务经营和长远发展发挥根本影响。借鉴海外领先投资银行发展经验，其商业模式变革也往往以管理模式升级为先导。尤其在 20 世纪 70 年代行业通道红利式微、创新发展加快的关键阶段，海外优秀投行通过从“合伙人主导”的管理模式向“职业经理人组成的核心经营管理层模式”升级改革，快速打造了协同发展、专业比拼的领先优势，为穿越市场变革铸就压舱石。当前，我国券商也面临资本市场深化变革的大时代，培育专业协同的新业态、卡位格局重塑下的关键赛道，要求国内券商追根溯源、探索现代化管理模式，顺势而为实现所有权和经营权分离、探索由职业经理人组成专业经营领导层的管理架构、培育“企业家精神+市场化激励+长期定力”三大人才要素，为高阶发展深植协同发展、专业比拼的内在基因。

机制：顺势而行探索所有权和经营权分离

顺势而行探索企业所有权和经营权分离。回顾企业治理机制发展历程，在发展初期企业多由股东直接经营管理企业，所有权和经营权二者不分离。然而，伴随企业发展壮大，企业生产技术与经营管理日趋复杂，非专业化股东难以胜任企业高层管理职务；并且企业股权结构也日趋分散、多样化，资本所有制与经营者之间的委托代理关系应运而生，使资本所有权与经营权逐渐分离。因此，顺应企业成长脉络，企业经营权将逐渐由股东转交给职业专家，从而实现所有权和经营权分离，代替股东实行专业化经营管理的职业经理人也应运而生。

职业经理人是在双权分离背景下的核心抓手。职业经理人一般指在企业中全面负责经营管理，由企业在职业经理人市场聘任，并获得市场化报酬的职业化企业经营管理专家。该制度赋予最优质的人才经营管理的权利，并通过相应给予市场化的报酬和激励，可有效提升公司决策效率、节约公司成本。目前，职业经理人模式已经成为欧美等成熟市场较为通用的公司治理制度，职业经理人也长期被视为公司经营的核心。

模式：专业经营管理层模式实现协同最大化

传统以部门中心化为特征的分割经营模式，不能适应业务协同发展的需要。为了加强业务协同和资源整合，构建客户导向的业务体系落地机制，要形成合理的经营管理体制。但以部门中心化为特征的传统分割模式更关注部门的管理水平和职权范围，而非企业的协同发展目标；且领导层和执行层被鲜明区分开，体制内权力和职能的划分也引致了个人主义和经营的闭塞性，不利于企业整体利益的最大化实现。因此传统分割模式无法有效适应新形势下业务协同发展的需要。

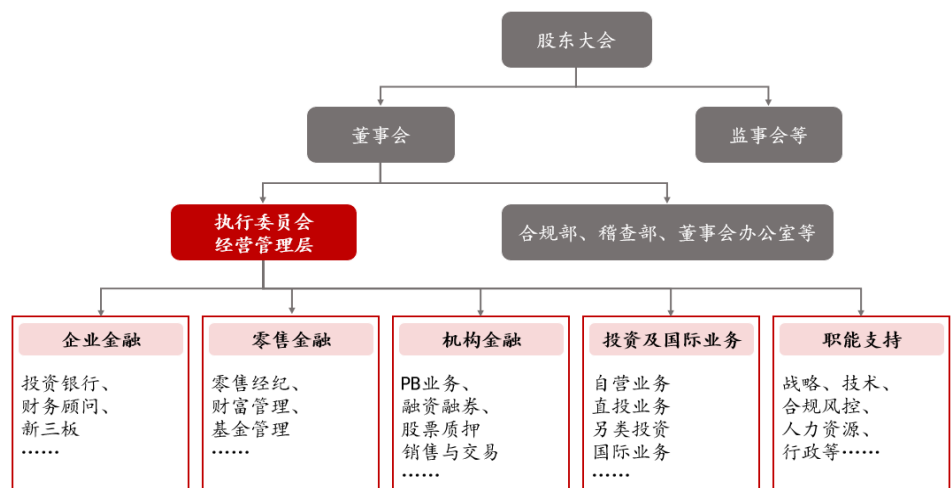
由职业经理人组成的专业经营管理层朝“企业整体目标”努力，能够实现企业资源协同的最大化利用。由职业经理人组成的专业经营管理层，呈现扁平化、去部门中心化、以客户为核心的组织特征。其中的各位职业经理人遵循公平一致的决策系统，朝着实现企业的“整体目标”努力。相比传统结构，在战略导向制定上，传统分割模式以部门绩效最大化为目标，而专业经营管理层更注重整体战略与机遇管理，基于集团整体需求制定计划、而非根据独立业务经营进行规划；从员工参与上，传统分割模式偏向于以部门管理层的单项方法解决业务需求，而专业经营管理层则以专业的方法、凭借团队合作拓展机会，实现企业和客户利益最大化。

图表7： 传统“以部门中心化为特征的分割模式”和“以职业经理人组成专业经营管理层模式”的比较分析

	传统分割模式		专业经营管理层模式
管理	- 以业务为核心 - 以结果为导向 - 功能性部门 - 集中管理 - 选择性政策 - 控制与指示 - 资源管理 - 趋势和历史规划 - 人员管理 - 工作重要性 - 资源最大化 - 视野局限		- 以客户为核心 - 关注客户、员工和公司附加值 - 协同性部门 - 去中心化 - 开放政策 - 监控、引导和训练 - 战略与机遇管理 - 基于需求的计划 - 业务管理 - 人力资源重要性 - 优化资源
员工	- 领导能力 - 基于部门绩效 - 有限的机会 - 个人方法 - 自我导向 - 解决危机问题 - 追求绩效		- 团队和领导协同能力 - 基于整体贡献 - 扩展的机会 - 专业的方法 - 以整体商业导向 - 无差错-完美的性能 - 面向客户
信息技术	- 选择性反馈 - 有限的标准 - 人力资源结构 - 与现有技术共存 - 独立实体		- 无限的反馈 - 完全标准化 - 信息技术和人力资源结构 - 更新的信息技术 - 完全一体化

资料来源：《Professional Management》（作者 P.S Sarma，1998 年 1 月 1 日第一版），华泰证券研究所

图表8： 以客户为导向的证券公司组织架构



资料来源：华泰证券研究所

要素：企业家精神+市场化激励+长期定力

证券行业是人力密集行业，专业经营管理的落地最终均依赖于作为核心领军人才的职业经理人。企业家精神、市场化激励和长期定力是专业经营管理层效能充分发挥的三大人才要素：**首先，以企业家精神为抓手**，具备敏锐的战略嗅觉、高超的业务执行能力、丰富的管理经验的管理层将推动公司战略有效落地，大时代浪潮下诞生的灵魂人物也是领导公司跨越腾飞的关键力量。因此，打造专业经营管理层的第一步是加大重点、前沿领域专业人才引入力度和已有人才培育，拓宽引入渠道，挑选真正具有专业领导力的领军人才。**其次，建立具有市场竞争力的中长期激励机制**。既要具有具有市场竞争力的薪酬吸引和留住人才；又要改变以现金性收入等短期激励手段为主的现状，引入与企业经营绩效直接相关的中长期激励手段，建立及完善中长期激励机制，将员工长期利益与券商发展捆绑一起。**再次，经营管理层长期定力是保障**。治理机制对公司战略制定、落地影响深远，但效果显现并非一朝一夕。同时前瞻战略有效落地需要经历时间积淀，方能构筑牢固的业务护城河。因此，优秀公司需要保持长期定力，定力源泉来自于作为战略施行方的经营管理层的长期性。

海外洞察，专业管理机制是海外主流管理模式

海外投资银行业发展历史源远流长，历经外部经营环境更迭、资本市场危机而屹立不倒。行业经营管理模式于各发展阶段持续更新迭代，为优秀投资银行屡次凤凰涅槃植入核心基因。当前，由职业经理人组成的专业经营管理层，已成为海外金融机构广泛采用的现代化经营管理模式，也成为优秀金融机构穿越市场变革、牛熊洗礼的压舱石。他山之石，可以攻玉。海外优秀经验也将成为国内证券行业革新之路的一盏明灯。

纵向：追溯海外投资银行经营管理模式转型历程

20 世纪 70 年代后，美国投资银行业面临经纪佣金自由化下通道红利削弱、金融创新加速的变革浪潮，传统业务及优势式微，专业实力和创新能力逐渐成为投行卡位赛道的核心要素。优秀的投资银行清晰认识到行业发展大趋势，在专业领导人的带领下积极转型。转型往往以管理模式变革为先导，优秀投行摒弃原有以合伙人为主的管理模式，聘用具有专业实力的职业经理人，组成下设于董事会之下、负责日常经营的专业经营管理层，成为穿越变革的压舱石：

20 世纪 70 年代，美国投行经营环境发生显著变化：第一，传统业务式微。经纪业务佣金率管制放宽，传统业务贡献持续下滑；第二，投资银行迎来繁荣发展关键时期。企业融资需求放量，机构投资者规模发展驱动配套服务需求提升，投资银行迎来繁荣时期；第三，交易等以产品导向的业务需求增加，传统投行优势削弱。投资银行业务主要有两种类型，一是客户黏性为导向的业务，以传统公司金融、投顾业务为代表；二是以产品为导向、客户黏性相对较弱的业务，以交易、产品销售为代表。此时期机构投资者快速发展，导致对投资等以交易产品为导向的业务需求显著增加，业务结构从原来以客户黏性导向为主向以交易产品导向为主，对投行创新能力提出更高要求。削弱了曾以老客户资源为主的传统投行优势，而更具创新基因的新锐投行竞争力显著提升。第四，行业面临格局洗牌、马太效应强化的关键时期。更趋复杂、创新的业务对专业要求持续提升，业务呈现快速向少数投行集聚的特征，行业面临格局洗牌的重要时期。创新能力领先的投行市场竞争力持续提升，依赖客户资源、品牌优势的传统老牌投行经营受到挑战，如何在行业变革发展核心机遇期和洗牌格局中稳住领先优势，成为老牌投行需要解决的关键问题。

适应行业变革趋势，优秀的投资银行纷纷从管理机制出发进行根本改革，用由专业职业经理人组成最高管理团队的高效协同的经营模式，取代原本依赖于数量庞大的合伙人/管理团队决策的低效商讨模式。在投资银行业，创新点自下而上涌现。要实现创新点及时有效传达与落实，高级管理人员需要充当协调员，并保证关键人物处于团队领导职位。过去，传统老牌投行业务决策需要数量纷繁的总经理共同开会商讨，决策效率较为低效，不能适应快速变革的行业环境和对创新能力要求的提升，也无法将协同上升至业务层面。职业经理人组成的最高管理团队，通过定期举行一次会议，对公司重要经营战略共同做出决策，并依靠管理委员会成员共同实现。高盛（GS US，无评级）于 1965 年率先成立管理委员会，作为高级管理机构负责高盛所有业务的关键战略、政策和管理事务。摩根士丹利（MS US，无评级）于 1974 年正式设立决策管理小组，通过协商一致对公司经营做出重要决定，实现管理模式的现代化转型。

摩根士丹利：行业变迁孕育管理委员会

摩根士丹利长期享有大型客户等优质资源，对现代化经营管理模式关注较少。根据摩根士丹利官网介绍，摩根士丹利是 1929 年美国金融危机后禁止投行和商行混业经营的产物，含着“金钥匙”脱胎于行业龙头摩根大通银行，长期享有大型客户、优秀领导人等优质资源。

20 世纪 70 年代为适应行业变革趋势，摩根士丹利从管理机制出发优化，于 1974 年设立决策管理小组。根据摩根士丹利官网披露，20 世纪 70 年代行业佣金自由化、金融创新持续发展的浪潮下，摩根士丹利在老客户服务上的优势被削弱，同时其以往对交易、产品销售等业务资源分配相对较小，创新能力不足，面临来自第一波士顿（First Boston，未上市）、所罗门（Salomon，未上市）等更具创新基因的行业新锐挑战。为适应行业变革趋势，摩

根士丹利从管理机制出发优化。1974 年，摩根士丹利正式设立决策管理小组，通过协商一致对公司经营做出重要决定。过去，摩根士丹利进行业务决策需要 160 多位总经理共同开会商讨，决策效率较为低效，不能适应快速变革的行业环境和对创新能力要求的提升。为契合创新能力提升需求，摩根士丹利公司设置了由六人组成的决策管理小组，作为公司最高层的经营管理团队，研究业务决策。决策管理小组每周举行一次会议，公司重要决策均其由研究做出，并最后依靠成员协同实现。并且，公司三大主要运营部门的负责人均位列管理委员会，从而保证决策能够有效落地。

最高经营管理团队内部分工明确、决策高效。最高经营管理团队与各业务部门董事总经理之间明确分工，经营管理团队专注于公司整体投资和未来战略布局，而董事总经理则更关注特定的业务问题。在行业环境快速变迁、传统决策模式效率偏低的投资银行业，经营管理团队有效提升了决策效率。并充分利用扁平化的横向组织结构，在最高经营管理团队决策后能够迅速落地，让最了解问题的人去处理问题。

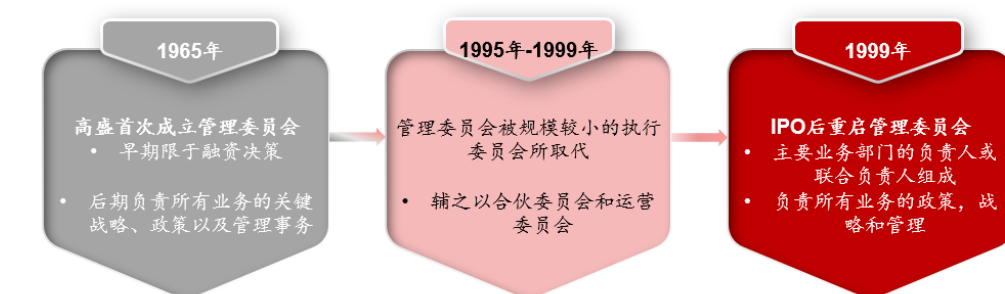
高盛：模式几经更迭但专业经营管理层长存

1965 年，高盛成立管理委员会，作为高级管理机构负责高盛所有业务的关键战略制定、政策和管理事务。20 世纪 60 年代中期，高盛高级合伙人盖斯·列维（Gus Levy）成为公司日常运营实际主持人。当时，高盛聘请一位来自 Coopers & Lybrand 的高级合伙人乔治·多蒂（George Doty）加盟担任合伙人，其在运营和财务纪律上均拥有丰富经验，并且热衷于管理业务风险。加盟后，多蒂坚持要求高盛建立管理委员会。于是在 1965 年，高盛管理委员会应运而生，委员会最初的八名成员均是高盛核心管理人员。在早期阶段，管理委员会的话题仅限于公司融资交易，每周举行一次交流会议。后期，管理委员会持续发挥公司最高领导层作用，其筹划内容扩大到所有不需要合伙人单独投票的经营决策，负责高盛所有业务的关键战略制定、政策和管理事务。

1995 年至 1999 年之间，管理委员会被一个新成立的规模较小的执行委员会所取代。当时的联合负责人乔恩·科赞（Jon Corzine）和汉克·鲍尔森（Hank Paulson）试图以一个更为精简的管理小组履行管理职能，并通过两个新的、专注于更具针对性的领域的新委员会对其进行补充：合伙人委员会和运营委员会。

1999 年首次公开募股后，管理委员会又重新成立，由公司主要业务部门的负责人或联合负责人组成。委员会在每个星期一早上召开一次会议，仍然是公司治理结构的重要组成部分，主要负责高盛所有业务的政策、战略和管理。

图表9： 高盛管理委员会模式变迁历程



资料来源：高盛官网，华泰证券研究所

此外，高盛还是联席 CEO 模式的开创者，历史上数次采用联席 CEO 模式。1) 首次实施联席 CEO 制度：1976 年，约翰·温伯格（John L. Weinberg）和约翰·C·怀特海德（John C. Whitehead）被任命为高盛的管理委员会的联席主席。怀特海德以组织为导向的经营理念进一步补充完善了温伯格以客户为中心的决策，二者并未发生分歧，相反却实现了有效合作。二人在近八年的联合任期内推行高盛最重要的举措、推动高盛快速发展。他们的成就和对公司的影响都是巨大的。在他们的联合任期内，公司的资产、产品种类快速增长，

区域布局迅速扩张。1984 年由于怀特海德退休，温伯格成为公司的唯一高级合伙人，暂时结束联席 CEO 模式。2) 时隔六年，第二次实施联席主席制度。1990 年温伯格退休后，高盛选任史蒂芬·弗里德曼 (Stephen Friedman) 和罗伯特·鲁宾 (Robert Rubin) 成为管理委员会的联合主席。两位联席主席合作紧密而互补，以提出问题和从多个角度探究问题而闻名。在他们的共同领导下，高盛扩大并加强了后台业务，事后证明后台业务对支持高盛复杂的全球业务重要性日趋凸显。但合作仅持续 2 年，1992 年由于 Robert 离开，Steve 被任命为唯一的 CEO 直至 1994 年退休。

横向：专业经营管理机制是海外金融机构主流管理模式

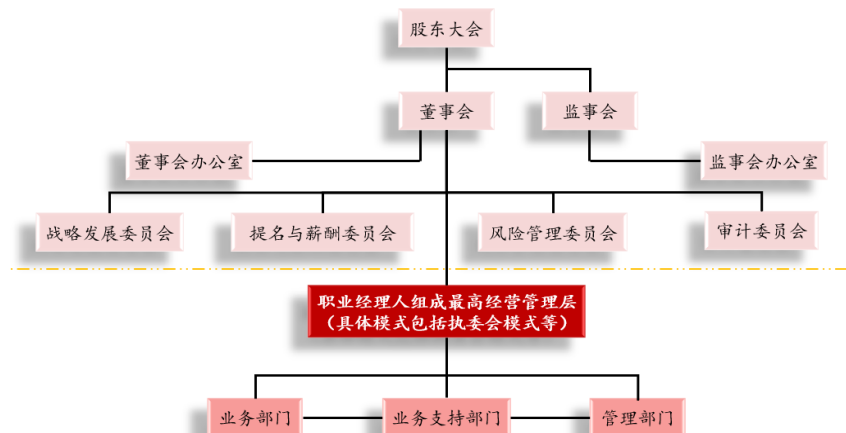
当前放眼海外成熟市场，专业经营管理模式作为经营管理顶层组织架构，已经为海外先进金融机构广泛采用。海外成熟市场的金融机构普遍采用现代化企业经营管理模式，组织架构通常以股东大会选举董事会、并对股东大会负责，同时下设与董事会平级的监事会执行监督职能。董事会下设职业经营管理层，管辖具体业务。当前，海外头部投资银行、商业银行和部分保险公司均已设置职业经营管理层，且经过长期运行机制已成熟有效。此外，董事会下通常还平行设立风险管理委员会、审计委员会、战略发展委员会、提名与薪酬委员会等四大委员会，分别履行风控、审计、战略建议和董事高管考核等职责。

图表10：海外头部金融机构专业经营管理层设置情况

行业	公司	是否设置专业经营管理层	专业经营管理层名称
投行	高盛(Goldman Sachs)	有	Management Committee
	摩根士丹利(Morgan Stanley)	有	Operating Committee
	嘉信理财(Charles Schwab)	有	Executive Council
	瑞士信贷 (Credit Suisse)	有	The Executive Board
	贝莱德(BlackRock)	有	Global executive committee
银行	摩根大通(JP Morgan)	有	Operating Committee
	美国银行(BOA)	有	Management Committee
	富国银行(Wells Fargo)	有	Operating Committee
	花旗集团(Citigroup)	有	Executive Management Team
	汇丰银行(HSBC)	有	Group Management Board
保险	安联(Allianz)	有	Board of Management
	安盛(AXA)	有	Executive Management Team
	大都会人寿(metlife)	无	-
	美国国际集团(AIG)	无	-
	保诚集团(prudential)	无	-

资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表11：海外市场现代化金融机构组织架构的一般模式



资料来源：华泰证券研究所

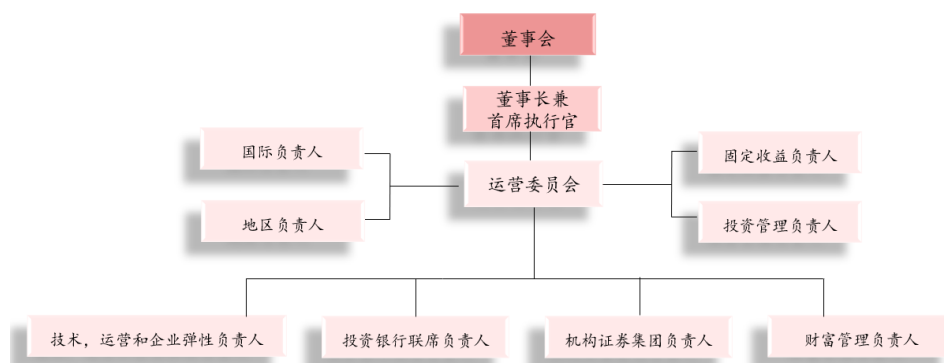
董事会下设由职业经理人组成的专业经营管理领导团队，是公司最高级别经营管理机构。各家金融机构专业经营管理模式设置略有差异，包括运营委员会、执行委员会、管理委员会等多种形式，内部结构也根据公司特点有所不同。但本质上看，这些管理团队均为董事会下设的专业经营管理层，代表董事会贯彻落实确定的战略路线和方针，团队整体协同以实现公司整体利益最大化。

从经营管理层内部架构上看，一般由首席执行官（CEO）领导，各家公司依据自身业务条线、区域分布等需求，以及适应外部环境变迁，在内部架构和职能划分上做出差异化安排。具体架构模式包括以摩根大通和花旗为代表的联席 CEO 制、以摩根士丹利为代表的业务组群领导、以高盛为代表的“业务组群+区域组群”领导结合模式等。下面我们选取典型案例，对不同模式的专业经营管理层进行探讨：

业务条线导向模式：以摩根士丹利为例

摩根士丹利专业经营管理层（具体为运营委员会形式，Operating Committee）内部架构主要包括前台业务和支持部门。其中，前台业务相关高管主要以业务条线为主导进行划分，当前主要依据公司主要业务条线设置投资管理、财富管理、机构证券、投资银行等高管，分别负责各业务条线运营，并根据公司业务架构调整动态变化。支持部门相关高管包括首席财务官、风控官、科技官、合规官、人力官等。此外，还根据国际战略布局设置少量区域负责人。以业务条线导向为主的经营管理模式对实现客户（尤其是机构客户和高净值客户）综合化金融协同服务优势显著，也助力摩根士丹利培育了服务机构客户的领先优势。

图表12： 摩根士丹利业务组群导向的专业经营管理层模式

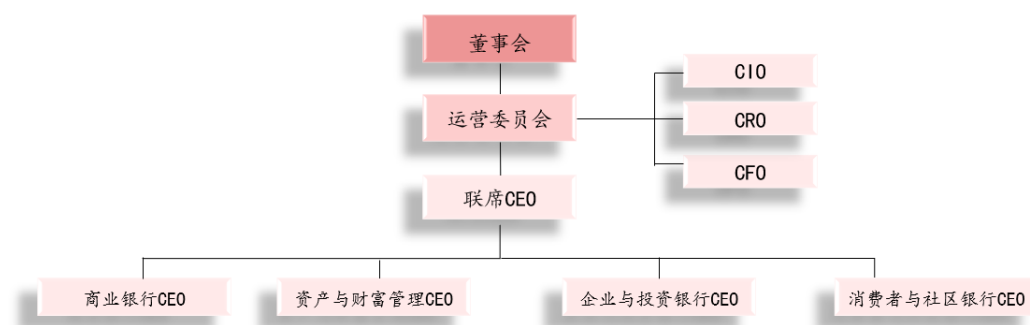


资料来源：Morgan Stanley proxy statement，华泰证券研究所

业务条线导向的联席 CEO 模式：以摩根大通为例

摩根大通银行（JPM US，无评级）专业经营管理层（具体为运营委员会形式，Operating Committee）内部架构主要以业务条线进行划分，运营委员会负责监管银行的总体战略和运作方向，实行每周例会制，就银行业务发展与管理的重大事项作决定。与摩根士丹利的模式不同之处在于，摩根大通对运营委员会中各前台业务条线负责人管理采取联席 CEO 模式。当前，摩根大通在常规管理运营委员会的总 CEO 下，还设置财富与资产管理 CEO、商业银行 CEO、企业及投资银行 CEO、零售及社区银行 CEO 四大联席 CEO，分别负责各业务条线运营。并且 CEO 职位设定根据公司业务架构变动进行灵活调整，而运营委员会中发挥支持功能的职业经理人设置则相对稳定。通过设置联席 CEO，一方面能够提升业务群的战略地位，促进集体决策机制升级；另一方面，联席 CEO 能帮助总 CEO 整合各业务板块，进一步提升资源整合水平，强化决策专业性、提高各业务条线反应速度。

图表13： 摩根大通以业务条线为导向的联席 CEO 模式



资料来源：JP Morgan proxy statement，华泰证券研究所

图表14： 2008 年金融危机后摩根大通运营委员会内部架构变迁：随业务条线变动灵活调整

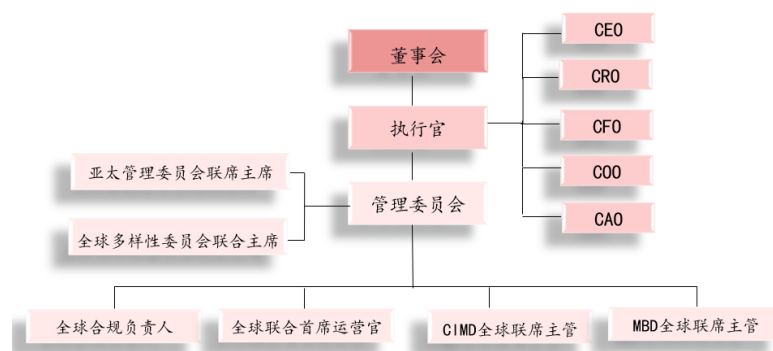
摩根大通	2012	2013-2016	2017以来
核心领导	Chairman and Chief Executive Officer	Chairman and Chief Executive Officer	Chairman and Chief Executive Officer
业务条线	CEO, Asset Management	CEO, Asset Management	CEO, Asset & Wealth Management
	CEO, Commercial Banking	CEO, Commercial Banking	CEO, Commercial Banking
	Co-CEO, Corporate & Investment Bank and CEO, EMEA	CEO, Corporate & Investment Bank and CEO, EMEA	Co-President and Chief Operating Officer; CEO, Corporate & Investment Bank
	Co-CEO, Corporate & Investment Bank		Head of Corporate Responsibility; Chair of the Mid-Atlantic Region
	CEO, Consumer & Community Banking	CEO, Consumer & Community Banking	Co-President and Chief Operating Officer; CEO, Consumer & Community Banking
支持条线	Chief Financial Officer	Chief Financial Officer	Chief Financial Officer
	Co-Chief Operating Officer	Chief Operating Officer	Chief Information Officer
	General Counsel	General Counsel	General Counsel
	Chief Risk Officer	Chief Risk Officer	Chief Risk Officer
	Head of Human Resources	Head of Human Resources	Head of Human Resources

资料来源：公司年报，华泰证券研究所

“业务条线+区域条线”双导向模式：以高盛为例

高盛集团在董事会下设专业经营管理层（具体为管理委员会形式，Management Committee），且经营管理层人数显著高于同业。此外高管架构分别按业务条线和区域条线双导向模式设置，恰当匹配公司经营战略。与同业相比，高盛专业经营管理层呈现两大特征：一是内部高管架构按照业务条线和区域条线双导向划分，形成业务协同和全球化经营的有机结合。其中，业务组群高管主要包括商人银行部主席、房地产投资和公司投资政策委员会联席主席、消费者与投资管理部全球联席主管、股票专营权全球联合首席运营官、投资银行部联席主管、证券部全球联席主管等；区域组群高管主要涵盖日本、亚太、环球等分部。同时，也少量安排业务及区域设置部门，诸如全球投资研究、亚太证券部、亚太投资银行部等。二是人数显著高于行业。根据高盛官网披露，截至 2020 年 4 月末管理委员会成员数量达 32 人，高于同业 10-15 人左右的人员配备水平。

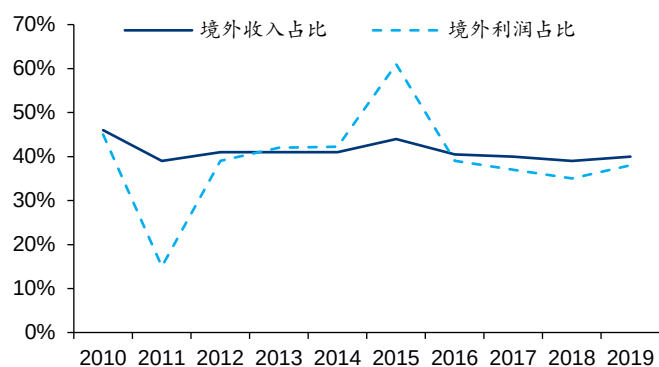
图表15： 高盛集团以业务组群领导与区域组群领导结合的专业经营管理层模式



资料来源：Goldman Sachs proxy statement，华泰证券研究所

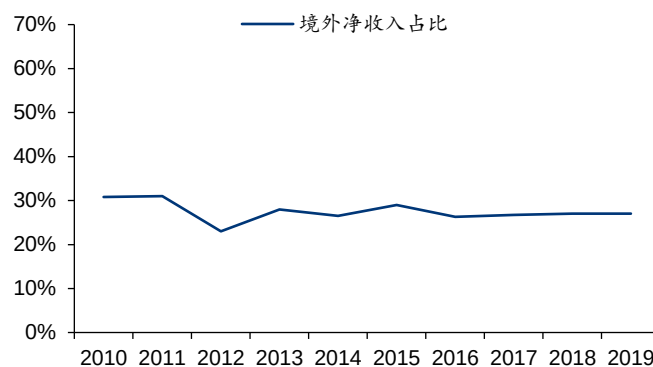
高盛专业经营管理层模式与其历史组织架构和战略密切相关。首先，高盛集团具有悠久的合伙人机制，这是其构筑较大规模经营管理团队内在基因。高盛自成立初期即实行合伙人制，直到 1999 年上市时才进行改制。合伙制充分驱动高盛发展壮大，也烙印在公司经营管理内在基因。根据高盛年报，上市后高盛合伙人数量也一直保持在员工总数的 1.5% 左右，也使得高盛在各业务及各区域高管设置上常采用联合负责人模式，从而形成了高于行业平均规模的专业经营管理层。其次，高盛自 20 世纪 70 年代起即开启国际化进程，重点布局国际各金融中心，海外经营体系完善、经验丰富。同时，2008 年金融危机以来，高盛集团在其他国际大投行纷纷收缩国际布局、转向国内市场的背景下，坚持经营定力、仍主张全球化运营。因此，国际化业务始终是高盛重要收入贡献来源。2012 年以来，高盛海外业务收入贡献基本稳定在 40% 左右，高于摩根士丹利等不及 30% 的占比水平。与国际化经营相匹配，需要专业管理人员统筹协调国际化战略落地，因此高管设置上以地区分布为导向的领导人机制应运而生。

图表16： 高盛境外收入和利润占比基本在 30%-50% 区间



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表17： 摩根士丹利境外收入占比基本在 20%-30% 区间



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

掘金华夏，追寻国内机构管理模式转型先行者

放眼国内，当前部分优秀金融机构已经率先实现管理模式升级转型，建立执行委员会、管理委员会等专业经营管理层模式。专业经营管理层成为驱动企业业务转型、成长壮大的必要基因，是优秀金融机构赛道持续领跑的根本原动力。

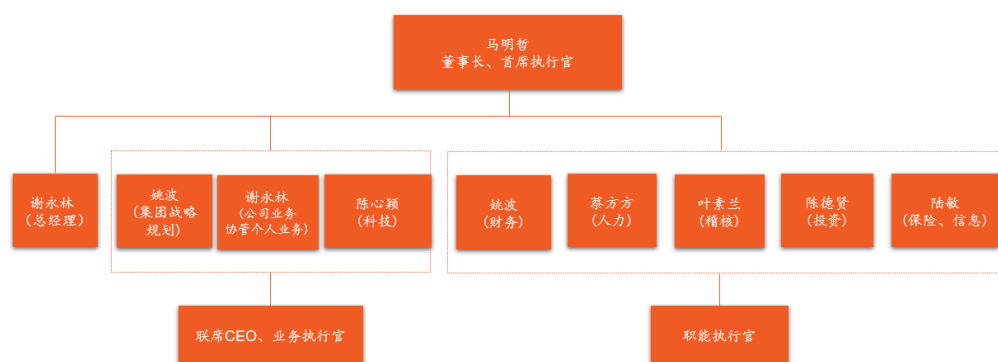
中国平安：“联席 CEO+矩阵”执委会成就一流金控集团

中国平安自成立以来，依托本土化优势、践行国际化标准的公司治理结构，较早引进并采用国际标准公司治理结构和管理模式。平安认为，公司治理架构需要实现“定位清晰、权责明确、决策高效、协同有序、执行有力”，方能为社会、客户、股东、员工创造更大的价值。回顾中国平安执委会模式发展历程：

2001 年，平安开始按照国际惯例推行执行官制，公司董事长马明哲被董事会任命为首席执行官(CEO)。2003 年 2 月，集团管理团队正式推行执行官问责制，执行委员会是董事会下的最高执行机构，在平安集团发挥着重要作用。根据中国平安公司章程，在董事会休会期间，由公司执行委员会集体负责公司的日常经营管理。并且，平安执行委员会采取“执行官+矩阵”的集体决策模式，确保任何重大决策，均有多位执行官参与，确保执行“有主有辅”的责任体系。各执行官在首席执行官领导下对所管辖的业务行使决策权，并对考核目标的达成负责。执行官分工制度有利于在管理上以集团掌控为主，下属专业子公司发挥不同业务产品线功用。而“矩阵”则是指事业群条线执行官与财务企划、人力资源、投资决策、稽核风控、关联交易、品牌传播等职能执行官。在这种模式下，业务执行官与职能执行官集体参与重大经营决策，分工负责、矩阵管理，共同决策的同时权责清晰。

2018 年 12 月，公司增设联席 CEO 岗位，进一步形成“联席 CEO+矩阵”创新机制。2018 年 12 月，中国平安集团董事会审议并通过公司执行委员会增设联席首席执行官(联席 CEO)制度，决定增设联席 CEO 岗位，聘任李源祥、谢永林、陈心颖三位担任联席 CEO，分别统筹管理个人业务、公司业务、科技业务三大事业群条线，实行业务执行官和职能执行官“集体决策、分工负责、矩阵管理”的模式。“联席 CEO+矩阵”机制使分管领导定位更明确，职责更清晰，有利于进一步完善公司的治理结构和决策制度化流程。并且，这一制度安排推动公司“金融+生态”模式转型，对提升公司整体经营、风险管理驾驭能力、长期可持续健康发展起到重要作用。

图表18： 2020 年 7 月 1 日中国平安执行委员会架构



注：2020 年 7 月 1 日，公司任命姚波先生出任联席首席执行官，主要职责为负责集团的战略规划，业务目标制定、目标追踪和绩效考核。

资料来源：中国平安官网，华泰证券研究所

中国平安十分看重高端人才，且拥有强大的人才组织能力。董事长马明哲在其著作《平安心语》中就曾强调“人为先，策为后”。国际化招募顶尖人才以及内部培养都是平安顶尖人才的培养方式。陈心颖、李源祥、计葵生等“外脑”都是国际化人才的典型案例，任汇川、谢永林等则是平安内部培养、本土国际化的成功典范。他们在平安不同发展阶段，将不同领域最先进的业务经验引入平安，带动业务和管理高速发展。同时，平安对高管充分的信任与授权，授权其对人、财、物、架构与体系等进行充分管理，对成败负全责，让高管的才华都能得到充分释放。

平安为执委会高管提供行业绝对领先的薪酬。中国平安激励机制可以对标国际领先金融机构，目前主要通过回购计划、核心人员持股计划、长期服务计划三个计划，向对公司整体业绩和中长期发展具有重要作用的核心关键人员提供激励，其中执行委员会委员是重要激励对象。根据公司年报，2019 年三位联席 CEO 平均薪酬超过 1400 万元，最高达 1607 万元，保持金融行业内绝对领先水平。

图表19：中国平安员工激励三大主要计划

激励计划名称	概述及现状
回购计划	2019 年 3 月 13 日提出，目前以自有资金已完成 50 亿元回购，回购股份放在库存股中，暂时没有用于核心人员持股计划和长期服务计划，后续若要用于员工持股计划需要股东大会审议。后续还有做余下 50 亿元回购的选择权，回购最终期限为 2020 年 4 月 28 日
核心人员持股	2015 年以来每年均开展核心人员持股计划，没有目标值，根据公司当前经营情况确定计划额度，使用资金为员工合法薪酬与业绩奖金额度，整体趋势上来看覆盖人数逐步增加，每年计划均有 12 个月锁定期，持续计划存续期 6 年，届满后可申请延长
长期服务计划	2019 年开始实施的长期服务计划，没有目标值，根据公司当前经营情况确定计划额度，使用资金为员工应付薪酬额度，参与人数较核心人员持股计划有量级上的提升，但需退休时才可提出归属申请，将员工与公司利益更为深度绑定

资料来源：中国平安公告，华泰证券研究所

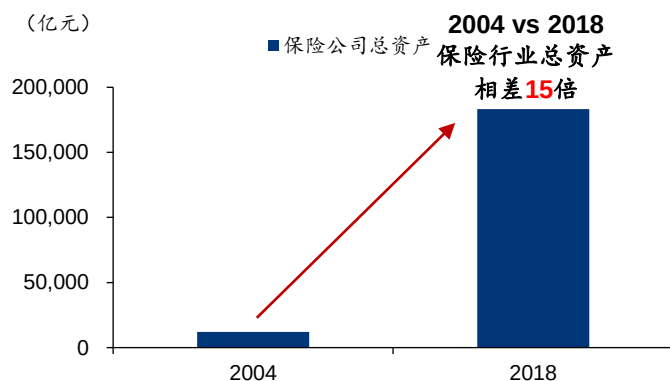
图表20： 中国平安三大员工激励计划实施概况

公告时间	股数 (万)	均价 (元)	总金额 (亿)	占总股本	购买期间	参与人数	锁定期	核心管理层参与	主要用途
核心人员持股计划									
计划概述：1) 覆盖人员：集团及下属子，对业绩和中长期业绩有重要作用的核心关键人员；2) 资金来源：计划持有人的合法薪酬与业绩奖金金额；3) 锁定期：不少于 12 个月；4) 归属：1/2/3 周年分别归属 1/3；5) 计划存续期：6 年，届满后可申请延长。									
30/03/2015	405	77.04	3.12	0.044%	2015/3/20-2015/3/26	839 人	2015/3/30-2016/3/29	董监高 0.009%，其他员工 0.035%	15 年核心人员持股计划
23/03/2016	1,480	32.54	4.82	0.081%	2016/3/17-2016/3/21	773 人	2016/3/23-2017/3/22	董监高 0.028%，其他员工 0.053%	16 年核心人员持股计划
29/03/2017	1,642	36.74	6.03	0.090%	2017/3/23-2017/3/27	1157 人	2017/3/29-2018/3/28	董监高 0.032%，其他员工 0.058%	17 年核心人员持股计划
02/05/2018	967	61.29	5.93	0.053%	2018/4/27-2018/4/27	1296 人	2018/5/2-2019/5/1	董监高 0.018%，其他员工 0.035%	18 年核心人员持股计划
29/03/2019	808	72.79	5.88	0.315%	2019/3/25-2019/3/27	1267 人	2019/3/29-2020/3/28	董监高 0.015%，其他员工 0.029%	19 年核心人员持股计划
02/03/2020	796	80.17	6.38	0.044%	2020/2/24-2020/2/27	1522 人	2020/3/2-2021/3/1	董监高 0.013%，其他员工 0.030%	20 年核心人员持股计划
长期服务计划									
计划概述：1) 计划提出时间：2018/10/29 董事会审议，2018/12/14 股东大会批准；2) 参加对象：集团及下属子，对公司整体业绩和长期发展具有重要作用的核心人才；3) 资金来源：员工应付薪酬额度；4) 锁定期：退休时方可提出归属申请；5) 额度的提取规则：当年度净利润×N，N 根据净利润增长率目标达成情况在 0-5% 波动。									
16/05/2019	5,429	79.10	42.96	0.297%	2019/5/7-2019/5/14	31026 人	退休时可提出归属申请	董监高 0.009%，其他员工 0.30%	2019 年度长期服务计划
02/03/2020	4,976	80.15	39.89	0.272%	2020/2/24-2020/2/28	32022 人	退休时可提出归属申请	董监高 0.007%，其他员工 0.27%	2020 年度长期服务计划
回购计划（以下总金额均为累计值）									
计划概述：1) 计划提出时间：2019/3/13；2) 回购资金总额：拟回购 A 股不低于 50 亿元 RMB，不超过 100 亿元 RMB；3) 回购价格上限：不超过 100.14 元/股；4) 资金来源：公司自有资金；5) 回购方式：集中竞价交易；6) 股份用途：全部用于公司员工持股计划，包括但不限于股东大会已审议通过的长期服务计划；7) 回购期限：2019/4/29-2020/4/28									
18/06/2019	350	80.44	2.82	0.019%	18/06/2019	-	-	-	-
30/06/2019	4,002	85.46	34.20	0.219%	-	-	-	-	-
31/07/2019	5,759	86.81	50.00	0.315%	-	-	-	-	-
01/04/2020	7,001	79.27-91.43	59.94	0.383%	Mar-19	-	-	-	-
截至 2020/3/2，已达到 50 亿元回购下限，余下 50 亿元回购可选择做，期限截止至 2020/4/28									

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

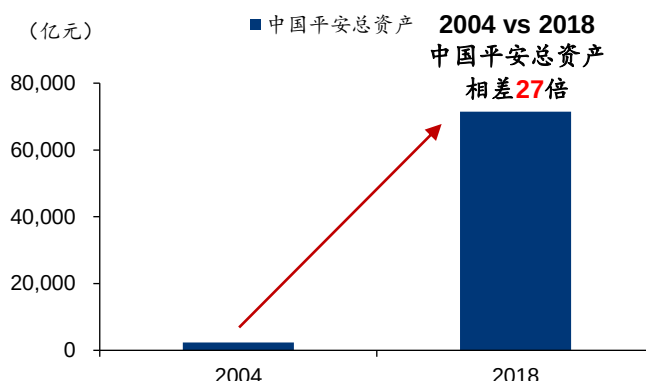
中国平安有效的执行委员会模式赋予其成长壮大的必要基因，此后其总资产和保费收入增长均显著快于行业。从总资产角度看，平安集团增幅远高于行业水平。2004-2018 年行业总资产规模累计增长 15 倍，中国平安总资产在此期间累计增长 27 倍。保费收入方面，中国平安增幅同样大于行业水平。2004-2019 年，保险公司保费收入累计增长 11 倍，中国平安累计增长 13.5 倍。执行委员会制度成效显著，对公司可持续健康发展起到重要作用。

图表21： 2004 vs 2018 保险行业总资产对比



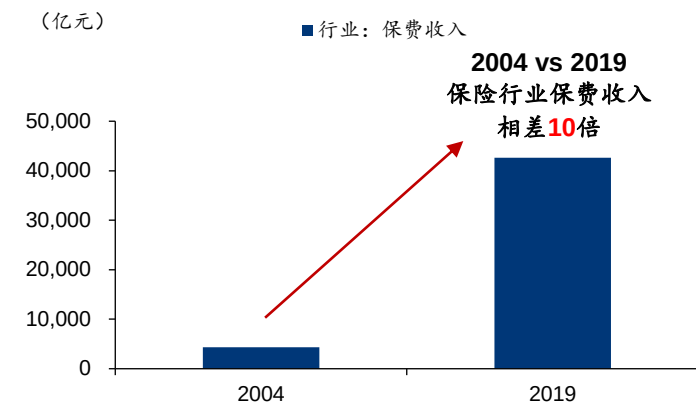
资料来源：银保监会，华泰证券研究所

图表22： 2004 vs 2018 中国平安总资产对比



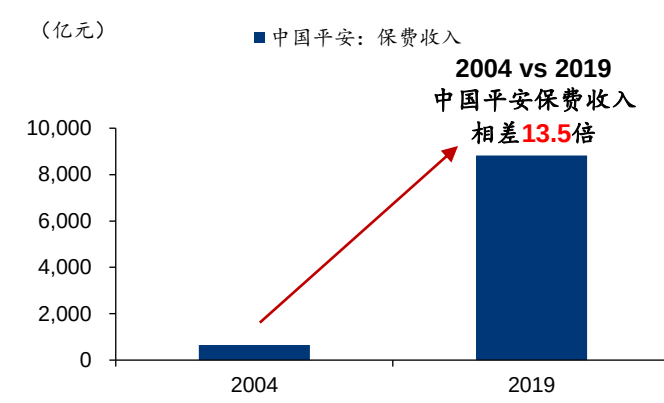
资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表23： 2004 vs 2019 保险行业保费收入对比



资料来源：银保监会，华泰证券研究所

图表24： 2004 vs 2019 中国平安保费收入对比

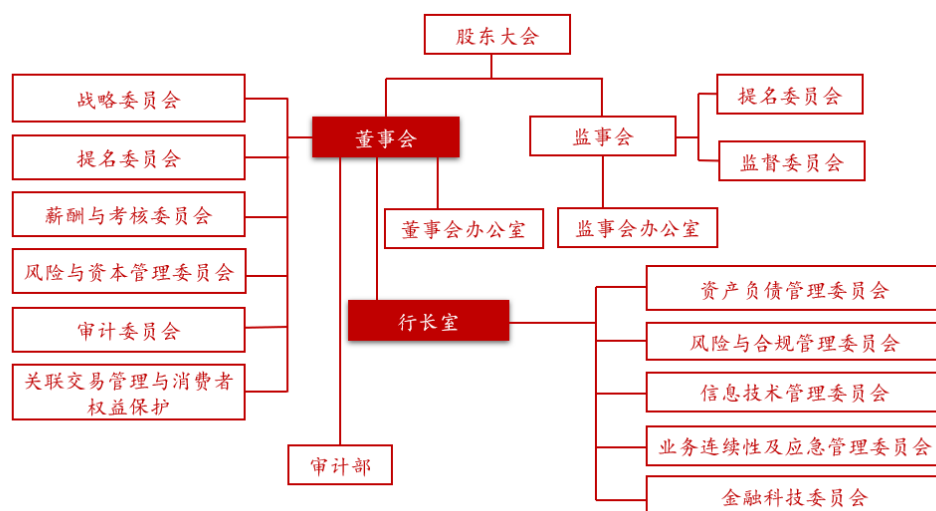


资料来源：公司年报，华泰证券研究所

招商银行：董事会领导下的行长负责制铸造领先零售银行

招商银行成立之初即提出建立“董事会领导下的行长负责制”的制度。贯彻所有权与经营权分离原则，股东不能通过董事长干预银行的经营，行长由董事会聘任、向董事会负责、对银行的资本和资产行使充分的经营管理权。“董事会领导下的行长负责制”是招商银行管理模式重要的制度创新，也成为深刻在招商银行发展底蕴中的压舱石。此后招商银行三任行长在践行高效管理模式上一脉相承，坚定统一的战略发展方向，终究铸就了业内领先的零售特色银行。

图表25： 招商银行组织架构图



资料来源：招商银行官网，华泰证券研究所

招商银行“董事会领导下的行长负责制”的管理模式下，“董事会领导”和“行长负责制”形成良性互动关系，董事会对管理层充分信任，招行管理层始终具有日常经营自主权，充分保持市场化活力。我们深入剖析招行优质管理模式的几大特点：

第一是战略前瞻。招商银行在行业内率先提出零售转型、轻型银行、金融科技银行战略等超前战略布局，在以对公业务为主导的中国银行业中独树一帜。高级管理层前瞻的战略布局 and 点滴打磨耕耘，为招商银行铸就了坚实的零售和科技护城河，零售端支付结算、获客渠道和粘性、品牌与服务、销售与服务等优秀基因，科技端率先布局、成为数字化时代金融服务入口的领跑者，构筑起后起者难以快速构筑的先进优势。

第二管理团队长期稳定、战略一脉相承，“十年磨一剑”终成零售领先的中国最佳商业银行。零售战略实现需要时间沉淀，招行管理层坚持定力、保持战略连续性，以“十年磨一剑”的工匠精神持续打磨，最终方成就零售领先的中国最佳商业银行。A 股上市较早的 16 家银行中，招商银行离任行长数量最少，已离任行长的平均任期最长。回顾招行三任行长的战略部署，首任行长王世祯创设行长负责制，并且逐渐将招商银行培育成具有良好发展前景的股份行，任期内王世祯行长在业内率先推出一卡通，为招行零售业务发展奠定基础。1999 年，马蔚华接棒王世祯成为第二任行长，并在任期内明确提出“零售战略”发展路径，打造零售领域差异化竞争优势，取得突破性成就。2014 年，田惠宇接任招商银行第三任行长，提出“一体两翼战略”，其中“一体”是即指零售银行，突出零售银行的战略地位。三代行长战略一致性，引导招行步伐坚定的成为中国领先商业银行标兵。稳定的高管团队为公司战略落地保驾护航。

第三是领先的市场化激励机制。战略落地和有效执行需要激励约束机制牵引。招商银行高管薪酬在银行业内排名靠前，且还设置 H 股股票增值权激励，激励对象包括行长、副行长、行长助理、总监、董事会秘书等高级管理人员，激励对象可以获得规定数量的股票价格上升所带来的收益权利，同时也需要满足相应业绩考核指标。目前招商银行已经完成全部十期股票增值权授予，以市场化激励形成了股东和公司利益与经营者个人利益有效结合。在领先的现金薪酬和股权激励双重激励下，招行高管的薪酬在行业内保持领先。2019 年，招行行长薪酬现金薪酬达 466 万元，参考持股市值达 828 万元；六位副行长平均现金薪酬 324 万元，平均参考持股市值达 657 万元。

图表26： 2013-2019 年招商银行执行委员会成员平均薪酬（单位：万元）

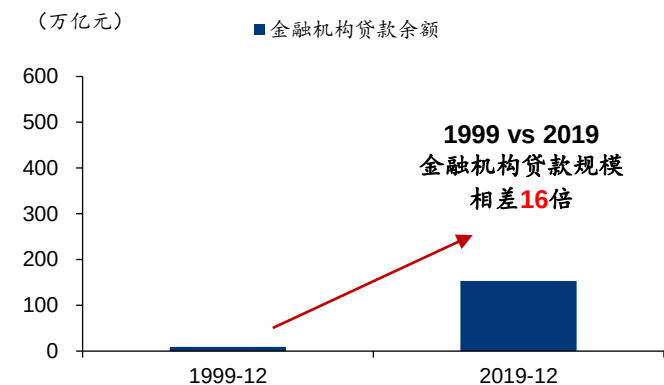
2013		2014		2015		2016		2017		2018		2019	
万元	薪酬	姓名	薪酬	姓名	薪酬	姓名	薪酬	姓名	薪酬	姓名	薪酬	姓名	薪酬
李浩	350	田惠宇	651	田惠宇	652	田惠宇	475	田惠宇	522	田惠宇	687	田惠宇	466
田惠宇	316	李浩	521	李浩	521	李浩	427	李浩	475	李浩	627	唐志宏	339
丁伟	312	丁伟	456	丁伟	456	丁伟	332	刘建军	380	刘建军	504	施顺华	339
汤小青	312	刘建军	456	刘建军	456	刘建军	332	唐志宏	380	王良	502	汪建中	340
唐志宏	312	唐志宏	456	唐志宏	456	唐志宏	332	王良	380	唐志宏	500	王良	340
王庆彬	312	王庆彬	456	王良	456	王良	332	连柏林	332			刘建军	340
刘建军	28	连柏林	326	王庆彬	456	连柏林	285	赵驹	--			王云桂	248
朱琦	--	王良	326	连柏林	391	赵驹	--	朱琦	--			刘辉	223
		赵驹	--	赵驹	--	朱琦	--					李德林	223
		朱琦	--	朱琦	--								
平均值	277		456		481		359		412		564		329

注：薪酬不包含持有股票市值

资料来源：公司年报，华泰证券研究所

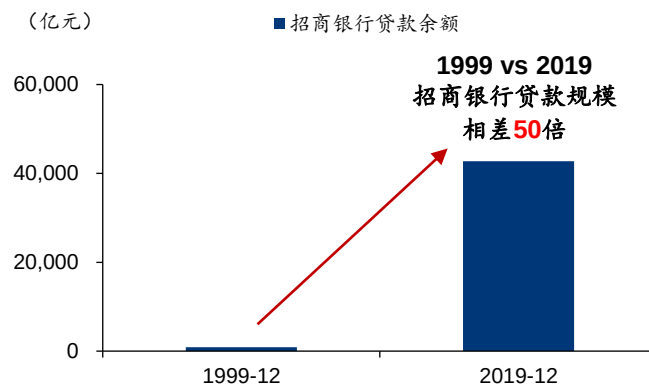
招商银行“董事会领导下的行长负责制”体现出先进管理模式的领先优势，助力招商银行存贷款规模增长均显著快于行业。从贷款规模角度看，招商银行增幅远高于金融机构贷款余额增长水平。从公司已有数据来看，1999-2019 年金融机构贷款规模累计增长 16 倍，招商银行贷款规模在此期间累计增长 50 倍。存款规模方面，招商银行增幅同样大于金融机构整体水平。1999-2019 年，金融机构存款规模累计增长 18 倍，招商银行累计增长 42 倍。优秀管理模式为招商银行腾飞发展、最终成为行业领头羊的孕育关键基因。

图表27: 1999 vs 2019 金融机构贷款规模对比



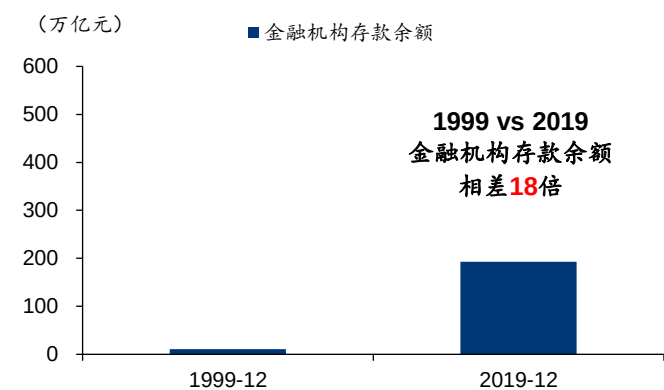
资料来源: 中国人民银行, 华泰证券研究所

图表28: 1999 vs 2019 招商银行贷款规模对比



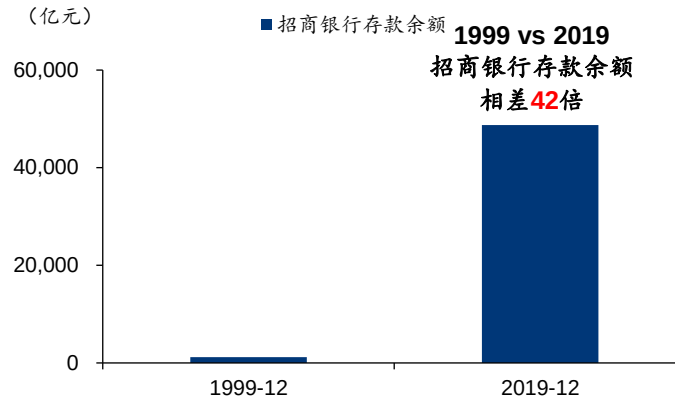
资料来源: 招商银行招股说明书, 华泰证券研究所

图表29: 1999 vs 2019 金融机构存款规模对比



资料来源: 中国人民银行, 华泰证券研究所

图表30: 1999 vs 2019 招商银行存款规模对比



资料来源: 招商银行招股说明书, 华泰证券研究所

中信证券: 率先打造专业执行委员会引领公司跨越发展

中信证券稳坐券商头把交椅, 各大业务全线领跑, 也是组织架构转型的先行者。2010 年 8 月 30 日, 为贯彻、落实董事会确定的路线和方针而设立的最高经营管理机构, 公司正式设立执行委员会, 率先进行治理机制转型。执行委员会由董事长、总经理和主要业务线、职能部门的董事总经理组成, 其成员为公司高级管理人员。

执行委员会制度设置是公司经营管理的重要变革。一方面, 该制度保障公司专业人士集体决策, 实现决策更加合理、更加科学稳健。另一方面, 公司率先意识到需要推动以产品为中心向以客户为中心业务转型, 重视各业务条线平衡发展, 以提供全产品服务、实现对客户价值全面挖掘。执委会模式作为最高经营管理机构, 通过专业人士集体决策自上而下保证协同机制落实。

同时, 公司重视杰出专业人才的吸纳和培养, 执行委员会由中国以及全球金融业拥有丰富经验的专业人士组成, 成员平均金融业从业经验 20 年以上。同时, 公司通过市场化的激励机制稳固高水平管理团队。执委会成立后, 公司逐渐提升执行委员会平均薪酬水平。执委会委员薪酬由 2010 年平均约 280 万元 (不包含持股市值) 快速提升至 2014 年的超过 600 万元, 部分执委会成员甚至在执委会成立第二年 (2011 年) 薪酬就超过 1700 万元。同时, 各业务条线之间有效的内部定价机制, 有效激励业务协同合作。公司对业务条线采取全成本核算, 即各业务条线自主决定人力数量, 同时承担业务量考核。如果涉及各业务线的相互协作, 以及各子公司与各业务线之间的协作就都要进行内部定价, 公司在参照市场化定价的基础上进行内部定价, 从而调动了公司内部业务的协同性。

图表 31: 2010-2019 年中信证券执行委员会成员平均薪酬 (单位: 万元)

2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
万元	姓名	姓名	姓名	姓名	姓名	姓名	姓名	姓名	姓名
王东明 298	王东明 371	王东明 348	王东明 583	王东明 532	王东明 540	张佑君 280	张佑君 553	张佑君 495	张佑君 495
程博明 288	程博明 319	程博明 283	程博明 577	程博明 577	程博明 584	杨明辉 722	杨明辉 691	杨明辉 979	杨明辉 990
葛小波 256	黄卫东 289	黄卫东 257	黄卫东 323	葛小波 523	葛小波 553	王东明 17	葛小波 413	葛小波 1,567	杨冰 1,132
黄卫东 268	葛小波 277	葛小波 243	葛小波 439	徐刚 502	徐刚 532		殷可 74	马尧 1,191	薛继锐 1,017
吴玉明 256	吴玉明 96	徐刚 255	徐刚 467	刘威 541	刘威 749		马尧 28	薛继锐 1,077	马尧 992
徐刚 256	殷可 1,763	殷可 884	刘威 797	殷可 1,317	殷可 782		邹迎光 55	杨冰 924	李春波 917
德地立人 389	徐刚 289	德地立人 378	殷可 999	陈军 524	闫建霖 698		薛继锐 42	李春波 845	李勇进 792
	德地立人 557		闫建霖 365	闫建霖 503	陈军 542		杨冰 42	李勇进 709	邹迎光 667
			陈军 356				李勇进 34	唐臻怡 584	唐臻怡 96
			德地立人 353				李春波 28	邹迎光 417	
平均值	287	495	378	526	627	623	340	196	879
								879	789

注: 薪酬不包含持有股票市值

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

自公司执委会成立后, 公司围绕战略发展目标和业务协同推行一系列改革转型机制, 成为驱动公司不断发展壮大、维持行业龙头地位的关键。从公司整体经营战略看, 2013 年提出“加快创新, 整合资源, 全面提升公司综合优势”的经营策略、2014 年提出“面向客户, 加强协作, 全面深化公司战略转型”的经营策略, 均围绕客户、协同开展业务。从各业务线看, 投资银行业务多次领先行业进行架构调整, 2011 年投行设立投资银行客户关系服务 (IBS) 团队、产品执行团队, 以 IBS 全产品覆盖、专业化分工为核心, 协同内外部资源为客户提供契合需求的整体解决方案和全产品服务。2013 年, 公司贯彻“全产品覆盖”的策略, 进一步调整投行组织架构, 股权融资上探索资本中介型投行, 债券融资上结合大宗业务交易机会逐步向交易型投行、产业服务型投行转型。经纪业务推动向传统业务与创新业务并重方向转型, 并针对高净值客户积极探索财富管理综合金融服务模式。同时推动总部各项业务在营业网点所在区域落地, 各分支机构承担起公司在各地区的 IBS 职能。资管业务发展成为向各类客户提供全方位投融资、全产品服务的财富管理机构, 并重点发展机构业务。研究业务, 2011 年实行大组制的组织架构改革, 已实现横向联动和平衡发展, 并在整合中信里昂证券后, 持续推进境内外研究业务协同。

在执委会统一协同下, 公司稳步推进以客户为中心转型, 并且着重强调培育机构客户、为机构客户提供全面综合性服务, 战略布局成效显著。一方面, 公司传统业务和创新业务均全线领跑。衍生品、FICC、国际化等创新业务位居行业前列。另一方面, 中信证券以机构客户和高净值客户为核心的业务布局成效显著。例如根据 2019 年年报, 代理买卖证券款中机构客户资金占比高达 45%; 两融余额中机构占比为 43%。

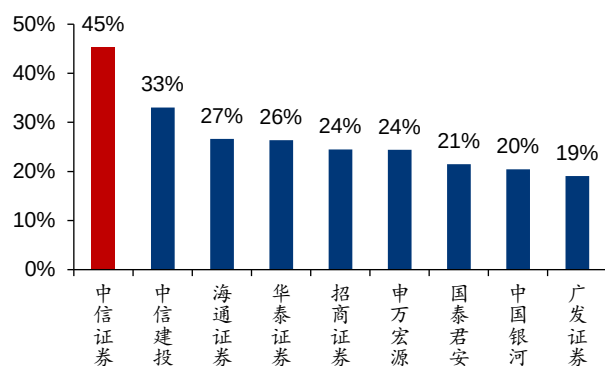
图表32： 前十大券商 2019 年核心指标排序

排名	总资产	净资产	营业收入	净利润	经纪收入	投行收入	资管收入	利息净收入	投资类收入
中信证券	1	1	1	1	1	1	1	7	1
海通证券	2	2	2	2	8	4	4	2	2
华泰证券	3	4	4	4	5	6	3	6	3
国泰君安	4	3	3	3	2	5	5	1	4
广发证券	5	5	6	5	4	8	2	5	6
申万宏源	6	7	5	7	7	9	6	4	8
招商证券	7	6	7	6	6	7	7	8	7
中金公司	8	10	9	10	9	2	9	10	5
中国银河	9	8	8	8	3	10	10	3	9
中信建投	10	9	10	9	10	3	8	9	10

注：排名为该十家券商中排名。

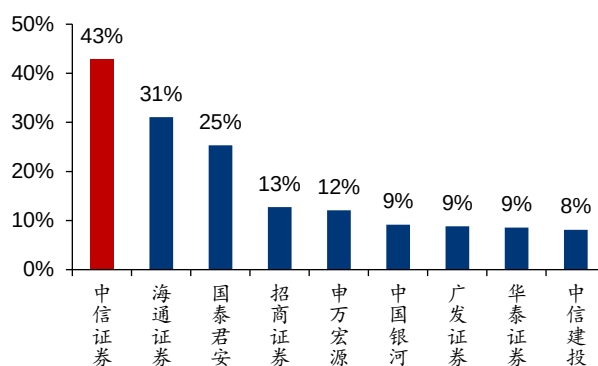
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表33： 2019 代理买卖证券款中机构客户占比



资料来源：公司 2019 年年报，华泰证券研究所

图表34： 2019 融出资金中机构客户占比



资料来源：公司 2019 年年报，华泰证券研究所

谁与争锋，三大锦囊成就专业经营管理机制

由职业经理人组成专业经营管理层是现代企业管理模式的核心要素，而要充分发挥现代化管理模式在促进金融机构业务协同发展、培育专业化竞争壁垒的优势，还需要建立一系列相匹配的落地机制。我们认为，企业家精神、市场化激励和长期定力是专业经营管理层效能充分发挥的三大核心要素。

以企业家精神为抓手

经营管理层需要扎实的专业素养

企业家精神是优秀高级经营管理层的共通要素。海外投行及银行的高级经营管理层成员均具备优秀的教育背景、丰富的业务开展经验和管理能力。多数职业经理人均毕业于常青藤名校，具有优势的教育背景；并且职业生涯早期就进入相关金融行业工作、保持职业道路方向稳定。因此在担任专业经营管理层高管前，已经在领先投资银行或咨询机构等相关行业担任高层管理人员多年，丰富的从业经验赋予其敏锐的战略嗅觉、高超的业务执行能力、丰富的管理经验等高管人员所必备的核心要素。同时，优秀的经营管理层在经验累积的过程中也会不断修正决策偏差，助力其服务的金融机构穿越多次危机后、维持行业领先地位。

以海外头部投资银行为例，根据公司官网介绍，高盛集团 CEO 大卫·所罗门（David M Solomon）1986 年就进入以垃圾债券闻名的德崇证券（Drexel Burnham）工作，其后进入贝尔斯登（Bear Stearns）工作，并于 1999 年正式进入高盛担任合伙人。在 2018 年起正式成为高盛 CEO 时，他已经有超过 32 年的投资银行从业经验。而高盛集团专业经营管理层中核心人员，前期工作经验均来自投资银行（大部分职业生涯起点即在高盛）和美国联邦储备银行等金融相关监管机构，其中最年轻的成员首席战略官 Stephanie Cohen 也自 1999 年大学毕业后就加入高盛工作，从业年限达 21 年。摩根士丹利 CEO 詹姆斯·高曼（James P. Gorman）在短暂的律师生涯后在 1987 年进入麦肯锡咨询公司工作，并在其后的十年间致力于美林证券（Merrill Lynch）的系统设计。1999 年其加入美林证券，2006 年加入摩根大通，并于 2010 年成为摩根大通 CEO 至今，拥有 33 年相关从业经验。其他核心成员前期工作经验来自投资银行（包括美林证券、瑞士信贷等）和美国众议院等相关监管机构，最年轻的成员摩根士丹利国际 CEO 及欧洲、中东及非洲地区负责人克莱尔·伍德曼（Clare Woodman）自 2002 年加入摩根士丹利，从业年限达 18 年。

灵魂人物领导公司实现跨越腾飞

企业转型离不开核心管理层在关键发展阶段的战略决策，同时大时代浪潮下孕育的企业灵魂人物也是助力改革创新、发展壮大的关键力量。高盛集团和摩根士丹利在投资行业数次变革的关键时期，均在优秀领导人引导下积极把握住发展契机，最终成功成长为国际顶尖投资银行：

高盛：1929 年大萧条中的领导人西德尼·温伯格（Sidney J. Weinberg），在高盛面临倒闭危机时，凭借诚信、与客户建立联系的天生能力和后期政治资源，为公司重新承接到承销业务，重建高盛信誉。后期，温伯格还开创性地推行投资银行承揽和承做分离的改革，带来投资银业务的重要革命。20 世纪 70-80 年代投行传统业务式微下，约翰·温伯格（John L. Weinberg）和约翰·C·怀特海德（John C. Whitehead）两位联席 CEO 积极带领高盛拓展大宗商品交易、固定收益交易业务等，通过开启多元化发展助力高盛成长为顶尖全能型投行。同时，两位领导人也曾数次带领高盛摆脱业务风险影响，引领高盛一路崛起。20 世纪 90 年代，在鲁宾和弗里德曼、科尔津和保尔森等卓越领导人相继带领下，高盛又开设资本投资业务，成立 GS 资本合作投资基金，引领了投行业直接投资业务的发展。

摩根士丹利：20 世纪 70 年代摩根士丹利传统优势受到新锐投行挑战，时任总裁鲍德温（Robert HB Baldwin）认识到公司必须走出依赖债券承销和合伙人资源、发展停滞不前的传统老牌投行泥潭，迈入现代化、具有竞争力的综合金融服务集团。因此，在鲍德温战略引导下，摩根士丹利转变过去独家服务蓝筹股客户的业务模式，更多关注于证券交易、并购、资产管理和财富管理等业务。并且，为配合业务战略转变，鲍德温持续吸纳专长于股票、敌意收购等的专业人才，并通过市场化激励机制提高薪酬激励水平。鲍德温卸任时，摩根士丹利已成功转型成依据市场要求、提供全方位服务的综合金融服务商，保持华尔街领先头部投行的优势地位。

以市场化薪酬为激励

优化市场化的薪酬激励机制，是获取并保留领军人物的核心保障。金融行业的高竞争性和员工高创造价值力导致对优秀人才的竞争格外激烈。要建设并保留具有企业家精神的领军团队，需要充分市场化激励机制。海外投资银行设计市场化高管薪酬体系，积极保障整体薪酬水平在可比公司中具有竞争力。薪酬结构主要包括基本薪酬、年度(短期)奖金、长期激励和各种福利津贴四个组成部分，采取现金、股票、期权、股票增值权等多样化支付形式，其中长期股权激励是重要的薪酬支付方式。多样化、长期化的薪酬体系让高管人员薪酬与股东利益紧密相连。

图表35：核心专业经营管理层成员 2019 年薪酬

单位：百万美元	职位	基本薪酬	短期现金奖金	长期激励	总计
摩根大通					
James Dimon	董事长兼首席执行官	1.5	5.0	25.0	31.5
Daniel Pinto	联合总裁兼首席运营官兼企业与投资银行首席执行官	8.2	0.0	14.3	22.5
Gordon Smith	联合总裁兼首席运营官兼消费者与社区银行首席执行官	0.8	8.7	13.1	22.6
Mary Callahan Erdoes	资产与财富管理首席执行官	0.8	8.1	12.2	21.1
Marianne Lake	首席执行官消费信贷；前首席财务官	0.8	5.8	8.8	15.4
Jennifer Piepszak	首席财务官	0.7	3.7	5.6	10.0
摩根士丹利					
James P. Gorman	董事长兼首席执行官	1.5	6.4	19.1	27.0
Colm Kelleher	前总裁	0.6	2.9	8.6	12.1
Jonathan Pruzan	执行副总裁兼首席财务官	1.0	2.5	4.8	8.3
Eric F. Grossman	执行副总裁兼首席法律官	1.0	2.1	1.9	5.0
Robert P. Rooney	技术，运营和企业弹性主管	4.3	0.6	4.2	9.1
Daniel A. Simkowitz	投资管理主管	1.0	2.8	5.6	9.4
高盛集团					
David M.Solomon	董事长兼首席执行官	2.0	7.7	17.9	27.6
John E.Waldron	总裁兼首席运营官	1.9	9.1	13.6	24.6
Stephen M.Scherr	执行副总裁兼首席财务官	1.9	8.3	12.4	22.6
John F.W. Rogers	副主席	1.5	4.0	6	11.5
Karen P. Seymour	副主席兼总法律顾问	1.5	3.0	4.5	9.0

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

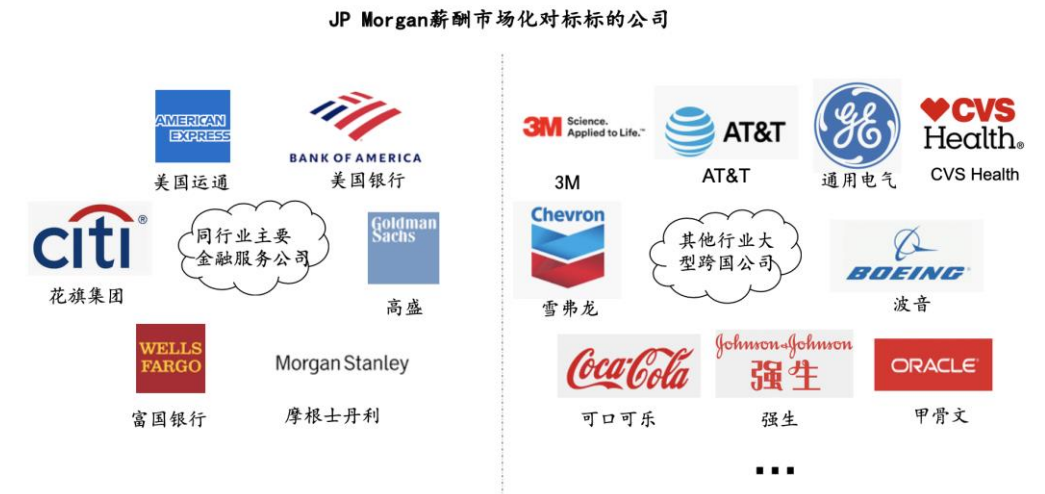
多样化对标保障薪酬市场化

海外投行的薪酬机制通过与市场同业对标保证薪酬市场化。薪酬管理委员会定期审查薪酬水平，并根据不同标准选取可比同业、构建完善的薪酬对标体系，充分保障高管薪酬的市场竞争力。具体来看，对标公司筛选标准包括行业、规模、国际化程度等方面。

首先，投资银行往往选取规模相当的金融机构作为对标。例如，Morgan Stanley 根据竞争业务、经营规模等选取薪酬对标组，目前对标公司主要包括美国银行、巴克莱银行、花旗集团、瑞士信贷、德意志银行、高盛集团、摩根大通、瑞银集团和富国银行等。

其次，鉴于业务的全球化发展特征和公司行业地位，部分海外投行薪酬设计还会参考其他行业的跨国龙头。在具体选取跨行业公司时，会综合考虑公司规模、品牌和声誉、海外布局、业务性质等要素。例如，JP Morgan 的高管薪酬对标体系主要包括金融服务同业对标和其他行业的跨国龙头。其中，其他行业的跨国龙头主要包括且不限于 3M、AT&T、波音、雪佛兰、可口可乐、通用电气、强生、甲骨文等。这些对标公司虽不以金融服务为主营业务，但行业地位和跨国经营程度与 JP Morgan 相当，因此在高管薪酬激励体系的架构上能够为 JP Morgan 提供更为丰富的参考要素。

图表36： 2019 年摩根大通高管薪酬市场对标标的公司

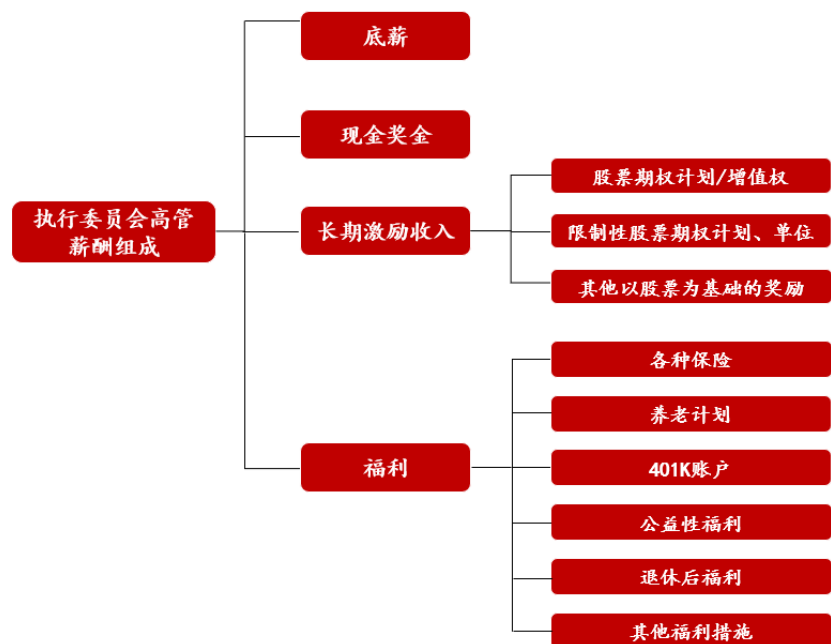


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

长短期激励结合助可持续发展

海外投资银行专业经营管理层高管的薪酬结构主要包括基本薪酬、年度(短期)奖金、长期激励和各种福利津贴四个组成部分，通过长短期薪酬体系相结合、长期激励机制占主导的多样化薪酬模式，能够实现公司当前和长期财务、运行和战略目标结构有机平衡。

图表37： 海外投资银行专业经营管理层高管薪酬结构



资料来源：《解读摩根大通银行》，华泰证券研究所

(1) 短期激励：基本薪酬和奖金激励是管理层短期激励的主要形式。基本薪酬是现金补偿的重要来源，奖金激励是提供有竞争力的年度现金奖励，通常在绩效年度的下一年确定并授予奖金。我们以高盛、摩根士丹利、摩根大通三家顶尖投行为例，其 2019 年高管基本薪酬在\$0.6-\$8.2 百万美元区间，平均基本薪酬为 1.8 百万美元，奖金激励在\$0.6-\$9.1 百万美元区间，平均奖金激励为 4.7 百万美元。奖金激励通常高于基本薪酬，例如摩根大通、花旗和摩根士丹利的奖金在短期激励中所占比重达到 80%-90%，是管理层短期激励的主要来源。

基本薪酬作为短期激励的代表，通常每月支付一次或两次(也有按周支付)。基本薪酬是最安全的薪酬形式，只涉及就业风险，风险程度非常低。

奖金激励是短期激励薪酬的另一种形式，通常每年支付一次。尽管有些短期薪酬激励计划每季度或每半年测量绩效一次并支付绩效薪酬，但通常新绩效标准始于每个财务年度，年度奖金计划涉及未来就业风险与公司的未来绩效低于目标水平的风险。

图表38： 2019 年海外投行基本薪酬及奖金激励

单位：百万美元	职位	平均基本薪酬	平均奖金激励
JP Morgan	联席 CEO	\$0.75	\$7.37
citi	联席 CEO	\$0.90	\$5.41
Morgan Stanley	业务执行官	\$1.14	\$5.20
Goldman sachs	业务执行官及分业务主管	\$1.72	\$4.93
Bank of America	业务执行官	\$1.15	\$3.96
UBS	联席 CEO	\$3.13	\$2.18

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

(2) 中长期激励薪酬：中长期薪酬激励计划的时间跨度从 3 年至 10 年不等，主要以股权激励方式为主，具体模式包括股票期权 (Stock Option)、限制性股票计划 (Restricted Stock Units, RSU)、股票增值权 (Stock Appreciation Rights, SARs)、绩效股份 (Performance Share Plan, PSP)、绩效单位计划 (Performance Unit Plan, PUP) 等多样化形式。多数投行的长期激励中都包含限制性股票期权、绩效股份和递延奖金，与业绩分红挂钩，对高管起到内部激励作用。

图表39：股权激励主要模式

模式	含义	特点
1 股票期权 Stock Options	在一个特定的时间内，使用特定的价格，购买公司股份的计购买的权利，股票期权是使用最广的股权激励计划。	
2 绩效股份计划 PSP Performance Share Plan	一种根据事先确定的内部或者外部绩效目标的达成情况而授予的股票授予计划。必须在一定时期内（三至五年）达到这些目标，激励计划的接受者才有资格获得这些股票。	将绩效目标和股票价格分红有机结合。
3 限制性股票奖励 RSA Restricted Stock Award	限制性股票奖励是雇主授予雇员的股票奖励，但员工所持有股票的权力受到一定的限制并且存在丧失的风险。	一是有时间限制，一定程度上有利于留住员工。限制包括服务期或者雇佣关系维持时间的限制，在限制消失之前，员工不能将股票进行抵押、出售或者转移。然而，员工可以在受限期间获得股息和投票权。一旦限制消失，员工会获得所有的非受限的股份，同时可以将其进行抵押、出售或者转移。员工如果没有遵守这些限制性要求，就会失去相应的股份。二是与限制性股票单位相比，属于先给股票。
4 限制性股票单位 RSU Restricted Stock Unit	限制性股票单位是在授予时发行潜在股票的协议，在员工达未来一定时间内可以购买的约定。未来三年再给你股票。	
5 加速绩效限制性股票激励计划 PARSAP Performance Accelerated Restricted Stock Award Plan	与传统基于时间授予的限制性股票奖励相伴而生的是基于绩效授予的方式，通常被称为“加速绩效限制性股票激励计划”。在这种类型的计划中，时间限制可以延伸到更长的10年而不是3年，以提升保留人才的功能。	更长的时间，强化了提前确定的绩效标准限制的激励特征。
6 股票增值权 SAR Stock Appreciation Right	股票增值权是一种长期激励工具，通过股票增值权计划，公不必购买或者增发股票，可以从公司股票增值中获取利益。司授予其高管一种获得预期股份未来增值等额的奖励的权利。	
7 影子股票 Phantom Stock	公司授予高管的一种基于公司股份登记价值、公允市场价值不实际拥有公司股票，一般也没有投票权利，但是有资格或者公式价值等增值安排。	接受分红或者其他等价物。
8 绩效单位计划 PUP Performance Unit Plan	指员工在获得相应的绩效单位之前必须在特定的时间内（一绩效单位的价值和股票价格没有什么关联，奖励都是以现金的方式支付。	
9 员工股票购买计划 ESPP Employee Stock Purchase Plan	员工通过在特定的时间阶段委托公司进行薪酬扣除以购买公司股份。员工股票购买计划允许员工以折扣价购买公司股票，通常通过工资抵扣的方式购买。	福利计划，使员工能够分享组织的绩效成就。
10 员工股票所有权计划 ESOP Employee Stock Ownership Plan	员工股票所有权计划是一种限制性固定缴费计划，该计划能在离职后继续持有公司股份而不是将其出售。够使参与者从组织退休或者离职时获得累积的公司股份。在公司股票所有权计划中，雇主每年都会缴纳固定的费用，费用累积成为员工的福利，但是这种福利额度事先无法确定。	

资料来源：《公司治理之道：控制权争夺与股权激励》（2013年5月出版，第一版），华泰证券研究所

图表40：海外头部金融机构专业经营管理层薪酬结构

名称	短期激励	长期激励
投行		
高盛(Goldman Sachs)	基本薪酬、现金激励奖金（短期）	限制性股票单位、绩效股份
摩根士丹利(Morgan Stanley)	基本薪酬、现金激励奖金（短期）	定期投资的递延股权、长期投资的长期股权激励
嘉信理财(Charles Schwab)	基本薪酬、现金激励奖金（短期）	限制性股票单位、股票期权激励
瑞士信贷(Credit Suisse)	基本薪酬、现金激励奖金（短期）	股权计划、绩效股份、递延或有资本计划
贝莱德(BlackRock)	基本薪酬、现金激励奖金（短期）	递延股权激励、绩效股份
商行		
摩根大通(JP Morgan)	基本薪酬、现金激励奖金（短期）	限制性股票单位、绩效股份
美国银行(BOA)	基本薪酬、现金激励奖金（短期）	限制性股票单位、绩效股份、现金结算的限制性股票-仅 CEO
富国银行(Wells Fargo)	基本薪酬、现金激励奖金（短期）	股权计划、绩效股份
花旗集团(Citigroup)	基本薪酬、现金激励奖金（短期）	绩效股份、递延股权激励
汇丰银行(HSBC)	基本薪酬、现金激励奖金（短期）	递延股权激励、递延现金奖励
保险		
大都会人寿(metlife)	基本薪酬、现金激励奖金（短期）	绩效股份、限制性股票单位、股票期权激励、非股权激励计划补偿
美国国际集团(AIG)	基本薪酬、现金激励奖金（短期）	限制性股票单位、绩效股份、股票期权激励
保诚集团(prudential)	基本薪酬、现金激励奖金（短期）	绩效股份、股票期权激励
友邦(AIA)	基本薪酬、现金激励奖金（短期）	限制性股票单位、股权计划
安联(Allianz)	基本薪酬、现金激励奖金（短期）	限制性股票单位
安盛(AXA)	基本薪酬、现金激励奖金（短期）	绩效股份、股票期权激励、股权计划

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

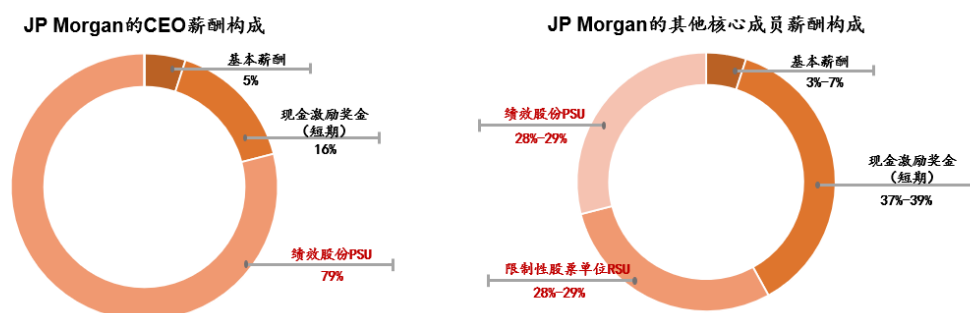
海外投行高管薪酬以长期、股权薪酬激励为主导。长期激励体系有助于高管层从财务绩效、股东回报、资金的流动性、公司费用效率比、每个主要业务部门的业务绩效、公司的风险管理以及董事会对公司文化、领导力、战略和声誉的评估等长期指标方面出发，对公司长期经营战略负责。股权激励为主的方式也保证了高管层与股东利益保持一致，激发管理人员内在积极性。我们以**摩根大通、高盛、摩根史丹利**为例对长期薪酬进行具体分析：

摩根大通建立了短期薪酬（年度固定薪酬+现金奖金）与长期股权激励相结合的薪酬组合，总薪酬中以长期股权激励为主。其中，长期激励方式包括限制性股票单位(RSU)和绩效股份(PSU)，RSU 部分在两年后授予 50%、三年后授予剩余 50%，PSU 在三年后授予、授予两年后可兑现。长期薪酬、股权激励主导的模式驱动专业经营管理层成员更专注于公司的长期成功，同时避免过度冒险：

(1) CEO：公司 CEO 薪酬包括短期薪酬（现金支付）和以 PSU 为主的长期薪酬激励，2019 年 CEO 的 3150 万美元薪酬中二者分别占比 21%和 79%，且由于 CEO 薪酬需要与集团整体短期、中期、长期目标均挂钩，因此 CEO 大部分绩效均递延为长期股权激励，并以 PSU 为长期薪酬机制主要机制。

(2) 其他专业经营管理层成员：2019 年的薪酬中短期薪酬（现金支付）和长期薪酬激励占比分别为 40%-46%和 56%-58%，其中长期薪酬激励又包括 RSU（28%-29%）和 PSU（28%-29%）。其他核心高管长期激励比例相对 CEO 偏低、兑现形式相对更丰富，与他们绩效考核和集团整体以及业务线绩效双重挂钩相关，能够更好的激励业务线效能实现。

图表41： 2019 年摩根大通核心高管薪酬构成



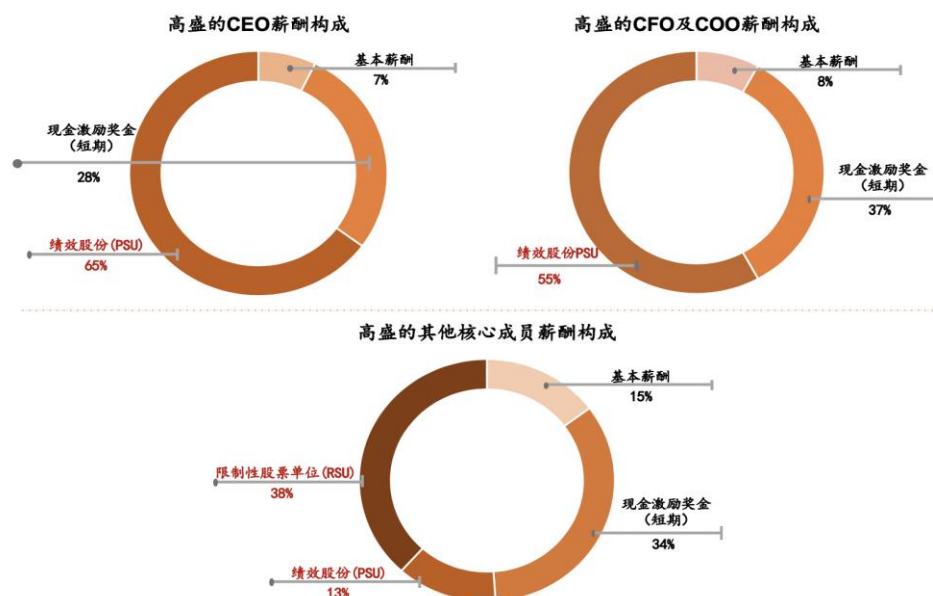
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

高盛同样建立了短期奖金激励（年度固定薪酬+现金奖金）和长期股权激励（年度可变薪酬）结合的高管薪酬体系。其中，长期股权激励包括限制性股票单位(RSU)和绩效股份(PSU)。其中，PSU 会基于公司随后两年 ROE 的水平来决定最终授予初始奖励规模的 0-150%，最后 PSU 会以一半现金、一半限制性股票兑现。

(1) CEO、CFO、COO 等集团整体管理层薪酬以 PSU 为长期激励模式，高管能够更好地对集团整体表现以及战略计划执行负责，CEO 长期激励比例更高。例如，公司 CEO 薪酬体系与摩根大通保持一致，包括短期薪酬（现金支付）和以 PSU 为主的长期薪酬激励，2019 年 CEO 2750 万美元的薪酬中短期薪酬和 PSU 长期薪酬分别占比为 35%和 65%；公司 CFO 与 COO 同样对公司整体目标负责，因此与 CEO 一样仅将 PSU 作为长期激励方式，但长期激励占比相对降低，2019 年短期薪酬和 PSU 长期薪酬占比分别为 45%和 55%。

(2) 其他专注于业务条线的专业经营管理层成员薪酬以 RSU 为长期激励模式，让业务绩效表现更好的与股价表现相挂钩。例如，2019 年公司薪酬前三的其他核心高管的薪酬中，短期薪酬（现金支付）和长期薪酬激励占比平均为 49%和 51%，其中长期薪酬激励均以 RSU 方式实现。RSU 交付的股份属于风险股份，转让限制一般适用于股权激励授予日后的五年内，适用于根据奖励授予的限制性单位的所有或几乎所有已交付股份。

图表42： 2019 年高盛核心高管薪酬构成



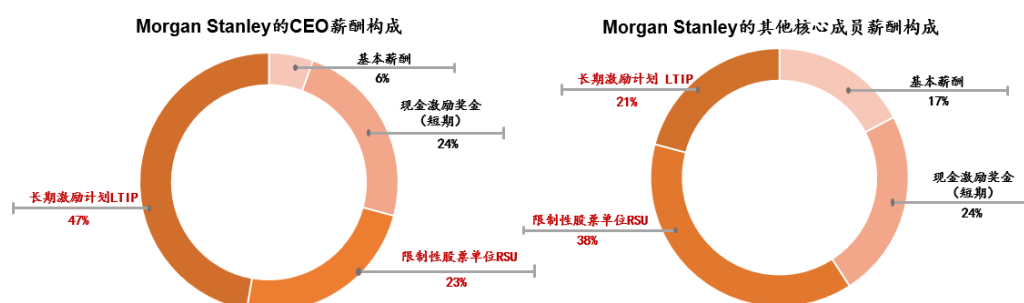
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

摩根士丹利建立了短期奖金激励（年度固定薪酬+现金奖金）和长期激励结合的高管薪酬体系，长期薪酬主导。其中，长期激励包括递延现金薪酬(MSCIP)、限制性股票单位(RSU)和以绩效股份形式的长期股权激励计划（Long-Term Incentive Program, LTIP），后两类以股权形式支付，长期激励机制相较高盛和摩根大通更为丰富。其中，MSCIP 为递延现金奖金计划，在两年的递延期内给予高管更好的现金激励形式。RSU 和 LTIP 均为长期股权激励计划，递延期限均为三年，但挂钩的考核指标有所不同：RSU 授予和考核主要与股东回报相挂钩；LTIP 主要与未来战略目标和股东回报实现相挂钩，考核方式直接以未来三年财务指标实现为准。

(1) CEO：公司 CEO 薪酬包括短期薪酬（现金支付）和以 RSU、LTIP 为主的长期股权激励激励，2019 年 CEO 2700 万美元的薪酬中短期薪酬和长期薪酬分别占比为 30%和 70%。

(2) 其他核心执行委员会高管：其他包括短期薪酬（现金支付）和以 RSU、LTIP 为主的长期薪酬激励，2019 年薪酬中短期薪酬和长期薪酬分别占比为 41%和 59%，其中 RSU、LTIP 占比分别为 38%、21%。

图表43： 2019 年摩根士丹利核心高管薪酬构成



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

(3) 福利计划：部分投资银行还为高管和员工设定福利计划，一般分为法定福利与公司内部福利，包括养老金计划、医疗计划与牙医服务、储蓄计划、寿险计划、伤残计划、福利计划，覆盖范围是在职、退休、残障、死亡的高层经理，以及因公司合并、重组或其他原因导致就业终止的高层经理。法定福利的风险通常比补充计划小。补充福利计划，包括延期支付薪酬计划，高层经理的补充退休金计划、超额退休金计划、补充医疗与残障计划、补充寿险计划，通常是长期计划。例如，摩根士丹利在相关辖区为高管层提供的健康和保险福利计划——“执行人员健康计划”，根据该计划，高管将获得公司资助的提供私人随诊初级保健医生的服务和年度执行人员健康护理评估。退休后，他们有资格获得公司支付的退休金以及终止雇用后为自己和符合条件的受抚养者提供的健康保险。此外，摩根士丹利出于竞争和安全原因向某些高管提供个人补贴。公司董事会批准的政策授权首席执行官使用公司的飞机，以及依据将获得住房补贴和税务准备服务。

以长期定力为保障

经营管理层长期定力是长远战略有效落地的重要保障，管理层稳定性与公司经营表现良性循环。治理机制是公司发展壮大的内在基因，对公司战略制定、落地影响深远。但治理机制的影响并非一朝一夕，效果也非立即显现。同时前瞻战略有效落地需要经历时间积淀，方能构筑牢固的业务护城河。因此，优秀公司需要保持长期定力，定力源泉来自于作为战略施行方的执行委员会的长期性。

从实践经验来看，美国投资银行专业经营管理层成员稳定，与公司并肩奋战多年。大多数优秀的经营管理层成员往往在业务部门或是政府部门经历长期经验积淀，凭借出众专业实力逐级晋升，最终成为经营管理层成员。公司经营管理层成员整体保持稳定，例如摩根大通与摩根士丹利等现任管理层成员在任均已超过 10 年，引导公司长远战略布局落地、穿越市场牛熊周期。

图表44： 海外投行/银行执委会高管平均任期时长

名称	在本公司任职年限	在同行业其他公司任职年限
JP Morgan	15.20	9.44
Goldman Sachs	17.77	6.40
Morgan Stanley	16.65	3.38
Citi	10.36	10.65
Bank of America	19.29	6.20
Barclay	2.92	18.20
Deutsche Bank	13.39	11.76
UBS	11.43	17.11
Credit Suisse	12.96	9.45
SCHW	11.79	0
平均值	13.18	9.26

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

按图索骥：捕捉经营管理模式领先的龙头券商

国企混合所有制改革稳步推进。国务院自上而下推动作为综合国企改革示范行动的“双百企业”，完善市场化经营机制，其中推行职业经理人制度、打造市场化薪酬激励机制是改革的重要举措之一。根据 2019 年 11 月发布的《中央企业高质量发展报告》，已有超过一半的“双百”企业选聘 2700 名职业经理人，80%的“双百”企业领导班子薪酬已拉开差距，有效完善市场化经营机制，成为推动国企高质量发展的里程碑。我国金融企业以国有企业为主，稳妥推进国有金融机构混合所有制改革是未来国企混改的重要组成部分。

部分优秀的证券公司已率先试水现代化经营管理层模式。2020 年 6 月 7 日国泰君安推出股权激励计划，标志金融企业股权激励沉寂多年后再次破冰，打响金融企业激励市场化改革的发令枪。此外，招商证券和东方证券也已推出员工持股计划。券商市场化激励优化释放现代化管理积极信号。我们认为未来国有金融企业管理模式的全面改革有望伴随国企改革深化和资本市场改革稳步推进，打造与成熟资本市场相匹配的现代化经营管理模式、实现市场化经营，将为金融机构发展提供合力和动力，助力优秀金融机构实现基业长青。

资本市场改革快进与开放加速，证券行业迎来黄金发展周期。在行业发展浪潮中探寻突围之道，我们重点看好管理模式优化升级的优质券商，从四大维度甄别龙头公司：第一专业经营管理层模式。以执行委员会为代表的专业经营管理层实现专业实力和业务协同有机结合，是驱动证券行业商业模式成功转型的内在基因。未来，优先设置执行委员会等专业经营管理层模式的券商有望自上而下率先探索业务转型，卡位格局重塑下的关键赛道。**第二优秀的企业家和领军人才。**经营管理层的落地核心在于优秀的企业家和领军人才，积极挖掘具备敏锐的战略嗅觉、高超的业务执行能力、丰富的管理经验的管理人员，是前瞻战略落地、构筑牢固护城河的核心抓手和重要保障。**第三市场化激励机制。**证券行业业务竞争和优秀人才竞争激烈，证券公司要以有市场竞争力的薪酬吸引和留住人才，并建立完善中长期激励机制，实现管理层长期利益与公司发展紧密联系。**第四，经营管理层长期定力。**前瞻战略有效落地需要经历时间积淀，稳定的经营管理层可在战略实行过程中坚定战略持续性、积累经验并修正决策偏差，逐步构建牢固的业务护城河。

风险提示

- 1、政策推进不如预期。证券行业业务开展受到严格的政策规范，政策推进不及预期将影响行业改革转型进程及节奏。
- 2、市场波动风险。证券公司业务与股市及债市环境高度相关，来自股市及债市的波动将会影响证券公司业绩。

免责声明

分析师声明

本人，沈娟、陶圣禹，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第 571 章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师沈娟、陶圣禹本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15% 以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J

香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 58 楼 5808-12 室

电话：+852 3658 6000/传真：+852 2169 0770

电子邮件：research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券（美国）有限公司

美国纽约哈德逊城市广场 10 号 41 楼（纽约 10001）

电话：+ 212-763-8160/传真：+917-725-9702

电子邮件：Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司

考研资料：数学、英语、政治、管综、西综、法硕等（整合各大机构）

英语类：四六级万词班专四专八雅思等

财经类：初级会计、中级会计、注册会计师、税务师、会计实操、证券从业、基金从业、资产评估、初级审

公务员：国考、省考、事业单位、军队文职、三支一扶微信 2270291360

银行：银行招聘、笔试、面试

教师资格：小学、中学、教师招聘面试

建筑：一建、二建、消防、造价

法考：主观题、客观题

多平台网课：涵盖职场、办公技能、编程、文案写作、情感心理、穿搭技巧、理财投资健身减肥摄影技术等优质内容

精选资料：Excel 教程、PPT 模板、简历模板、PS 教程、PPT 教程、素描、烹饪、小语种、CAD 教程、PR 教程、UI

课程、自媒体、写作、计算机二级、钢琴、Python、书法、吉他、kindle 电子书、演讲.....持续更新中...

押题：提供考前冲刺押题（初级会计、中级会计、注册会计师、一建、二建、教资、四六级、证券、基金、期货等等），麻麻再也不用担心我考不过了。

资料领取微信：1131084518

行业报告：20000 份+持续更新

英语四六级备考资料	计算机二级备考资料	150 所高校考研专业课资料
两小时搞定毛概马原思修近代史纲	高数(微积分)+线性代数+概率论	素描 0 基础入门教程
教师资格证全套备考资料	普通话考试资料礼包	书法教程微信 2270291360
大学生英语竞赛备考资料	大学生数学竞赛备考资料	1000 份各行业营销策划方案合集
挑战杯/创青春/互联网+竞赛资料	电子设计竞赛必备资料	街舞 0 基础入门教程
托福雅思备考资料	大学物理学科攻略合集	动漫自学教程
SCI 最全写作攻略	TEM4/TEM8 专四专八备考资料	教师资格证面试试讲万能模板
360 份精美简历模板	数学建模 0 基础从入门到精通	100 套快闪 PPT 模板
Vlog 制作最全攻略	超强 PR 模板	42 套卡通风 PPT 模板
PS 零基础教程微信 1131084518	PS 高级技能教程	63 套酷炫科技 PPT 模板
好用到极致的 PPT 素材	128 套中国风 PPT 模板	32 套 MBE 风格 PPT 模板
327 套水彩风 PPT 模板	295 套手绘风 PPT 模板	54 套毕业答辩专属 PPT
196 套日系和风 PPT 模板	82 套文艺清新 PPT 模板	57 套思维导图 PPT 模板
163 套学术答辩 PPT 模板	53 套北欧风 PPT 模板	34 套温暖治愈系 PPT 模板
118 套国潮风 PPT 模板	30 套仙系古风 PPT	126 套黑板风 PPT 模板
114 套星空风格 PPT 模板	192 套欧美商务风 PPT 模板	42 套绚丽晕染风 PPT
50 套精美 INS 风 PPT 模板	56 套水墨风 PPT 模板	137 套清爽夏日风 PPT 模板
98 套森系 PPT 模板	25 套简约通用 PPT 模板	记忆力训练教程
300 套教学说课 PPT 模板	123 套医学护理 PPT 模板	AE 动态模板微信 2270291360
毕业论文资料礼包	教师资格证重点笔记+易错题集	表情包制作教程
吉他自学教程（送 6000 谱）	钢琴自学教程（送 1000 谱）	区块链从入门到精通资料
2000 部 TED 演讲视频合集	Excel 从入门到精通自学教程	单片机教程
230 套可视化 Excel 模板	1000 款 PR 预设+音效	1000 份实习报告模板
手绘自学教程微信 1131084518	单反从入门到精通教程	人力资源管理师备考资料
英语口语自学攻略	粤语 0 基础从入门到精通教程	证券从业资格考试备考资料
日语自学教程	韩语自学教程	PHP 从入门到精通教程
法语学习资料	西班牙语学习资料	炒股+投资理财从入门到精通教程
全国翻译专业资格考试备考资料	BEC 初级+中级+高级全套备考资料	大数据学习资料
SPSS 自学必备教程	Origin 自学必备教程	会计实操资料
LaTeX 全套教程+模板	EndNote 教程+模板	小提琴 0 基础入门自学教程
GRE 超全备考资料	200 份医学习题合集	司考备考资料

上万 GB 教学资料 (均全套, 非杂乱) 免费领取微信 1131084518

《闪电式百万富翁》实战版+升级版

易经+道德经+易学名师全集+风水学+算命学+起名+++等等 (全套 1000 多 GB)

心理学+NLP 教练技术+精神分析+亲子家庭教育+催眠+++等等 (更新超 2000GB)

大学-已更新至 9333 个课程+高中+初中+小学-全套资料 (超过 2 万 GB)

陈安之	曾仕强	马云	杜云生	翟鸿燊	刘一秒	俞凌雄
王健林	余世维	雷军	周文强	安东尼罗宾	董明珠	李嘉诚
徐鹤宁	冯晓强	李践	刘克亚	罗伯特清崎	戴志强	李伟贤
苏引华	史玉柱	李强	俞敏洪	杰亚伯拉罕	周鸿祎	唐骏
梁凯恩	陈永亮	傅佩荣	贾长松	易发久	李彦宏	湖畔大学
李开复	慕泉	悟空道场	魏星	姬剑晶	其他名师全集	其他资料下载
王兴	王智华	智多星	陈文强	周导		微信 2270291360
泡妞	撩汉	泡仔	房中术	性福课		泡妞撩汉性福合集

注: 太多了, 无法全部一一列出。。。

全套专题系列【微信 1131084518】

记忆力训练	形象礼仪	健康养生	企业管理	沟通技巧
演讲与口才	经理修炼	MBA 讲座	时间管理	战略经营
企业文化	销售心理	管理素质	国学讲座	执行力
团队管理	领导艺术	员工激励	潜能激发	谈判技巧
绩效管理	薪酬管理	43 份直销制度	电话销售	人力管理
客户服务	创业指南	市场营销	餐饮管理	保险讲座
品牌营销	酒店管理	汽车 4S 店	众筹资料	销售技巧

兴趣爱好:	钓鱼教程	魔术教学	炒股教学	美术教学	书法教学
音乐乐器:	萨克斯教学	电子琴教学	小提琴	古筝教学	钢琴教学
	吉他教学				
体育运动:	篮球教学	足球教学	羽毛球教学	乒乓球教学	太极拳教学
	围棋教学	高尔夫球			
生活实用:	插花教学	茶艺-茶道	唱歌教学	单反相机摄影	毛线编织
	小吃+美食				
语言学习:	英语				
电脑 IT:	办公 office	PS 美工教学			

暗号: 666

免费领取资料微信

1131084518

微信1131084518

撩汉liaohan.net

最好资源zuihaoziyuan.com



如果群里报告过期

请**加微信**联系我索取最新

- 1、每日微信群内分享**7+**最新重磅报告;
- 2、每日分享当日**华尔街日报、金融时报**
- 3、**如果看到群里报告过期了，请扫码联系**
- 4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，仅分发做内部学习

扫一扫二维码后台回复 加群

加入“研究报告”微信报告群。

